

Monthly Economist Report

好循環が生じているとは言い難い日本経済

2024年8月

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士
シニアエコノミスト 菊田 直孝



(以下、レポートタイトルをクリックして頂くと、本レポート内の該当部分へジャンプします)

目次(8月総集編)

I. 2024年8月のまとめ：好循環が生じているとは言い難い日本経済	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 国際収支統計(2024年6月)：輸送・旅行以外のサービスのマイナス幅が過去最大を更新も、為替市場の動向も注視	3
2. 機械受注統計(2024年6月) 一コア民需が3か月ぶりの増加、一進一退での推移一	5
3. 貿易収支(通関統計)(2024年7月) 輸出数量は2か月連続で減少、弱い動きが継続	8
4. 消費者物価指数(全国、2024年7月) 一総合は変化なし、欧米型コア指数の減速は続く一	10
5. 商業動態統計(2024年7月速報) 一小売業販売額は名目・実質ともに引き続き増加基調一	12
6. 鉱工業生産(24年7月速報) 一6月の落ち込みからは持ち直したものの、勢いは弱い一	14
7. 一般職業紹介・労働力調査(2024年7月) 一失業者に対する求人件数が2年5か月ぶりの低水準一	16
III. Weekly Macro Economic Insights	18
1. 2024年8月5日(月)～8月9日(金)：日銀政策決定会合(7月30日・31日)についてのコメント	18
2. 2024年8月12日(月)～8月16日(金)：2024年4-6月期 GDP(1次速報)最終予測／経済・物価見通しと足元の株価下落	22
3. 2024年8月19日(月)～8月23日(金)：自民党総裁選候補者の経済政策と日本経済のゆくえ	26
4. 2024年8月26日(月)～8月30日(金)：雇用失業率と欠員率から日米金融政策を考える	30

I. 2024 年 8 月のまとめ：好循環が生じているとは言い難い日本経済

(以下、リンク先をクリックして頂くと、関連するレポート該当部分へジャンプします)

日本経済の足元の動向につき確認していこう。4-6 月期の実質 GDP(1 次速報)は、前期比成長率が+0.8%(年率+3.1%)となった。2 四半期ぶりのプラス成長となったが、前年比ではマイナス成長が続いている。前期比でプラス成長となったのは 1-3 月期の落ち込みからのリバウンドの影響が大きい。次に国内消費をみると、6 月の家計調査においては、実質消費は前年比-1.4%と 2 か月連続の減少、前月比では+0.1%と 3 か月ぶりに増加した。勤労者世帯の実質可処分所得は前年比+8.5%となった。前月(5 月)に 2022 年 9 月以来 20 か月ぶりの前年比増加となっており 2 か月連続での増加となった。賃上げやボーナス、定額減税は実収入や可処分所得の伸びにプラスに働くとみられるが、問題はそれが持続するかである。消費と価格の動きをみると、価格上昇が進む中で必需財等の基礎的支出の消費は減少し、ぜいたく品等の選択的支出は増加が続くものの、これらの財の価格変化は弱まりつつある。つまり物価上昇に家計消費が耐えられなくなっている。一方、6 月の商業動態統計では、名目的小売業販売額は前年比、前月比ともに増加した。また、実質化した小売業販売額は 2024 年に入り、やや持ち直しの動きがみられるものの、これまで増加基調にあった百貨店はやや横ばいに転じつつある。またスーパー・コンビニは引き続き弱めの動きとなっている。次に設備投資動向をみておこう。6 月の機械受注統計は、船舶・電力を除く民需(コア民需)は前月比 2.1%増となり 3 か月ぶりに増加した。また、外需向けは 6 月に同 2.0%増と 3 か月連続で増加した。7 月の鉱工業生産では、生産が前月比+2.8%と 2 か月ぶりの増加となった。もっとも、生産予測調査につき、過去の傾向を踏まえた補正値でみると 8 月に前月比-0.9%、9 月に同一-3.3%と 2 か月連続の減少が見込まれる。仮にこの通りに推移すると 7-9 月期は 4-6 月期対比で 0.7%の減少が見込まれ、生産の基調は弱い。外需に目を転じると、7 月の貿易統計では、名目輸出金額は前年比+10.3%となり、8 か月連続で増加した。輸出数量は前年比-5.2%となり 6 か月連続で減少した。また、米国を含む全地域向け輸出数量が減少した。以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。6 月の景気動向指数(改定値)における一致指数は 113.2 となった。前月(5 月)から 3.9 ポイント下落した。生産、出荷、労働投入、商業販売額(卸売業)が大きく落ち込んだ。3 月～5 月にかけての回復以上に落ち込み 2 月の 112.3 以来の低水準となった。物価面をみると、7 月の企業物価指数では、国内企業物価指数が前年比+3.0%(前月比+0.3%)となった。2022 年に入り、水準が切り上がっている。輸出物価・輸入物価も伸びを強めている。企業物価は 6 か月程度のラグをもって消費者物価を押し上げる。7 月の全国消費者物価は、総合で前年比+2.8%となり、3 か月連続で同じ伸び率となった。政府のエネルギー負担軽減策終了によるエネルギー価格上昇が寄与している。もっとも食料・エネルギーを除く欧米型コアでは前年比+1.6%となった。前月(6 月)の同+1.9%からさらに伸びを弱め 2%から下振れている。現時点では所得の増加が消費の増加に結び付く、いわゆる好循環の動きは確認できていない。今後は、賃金の拡大が進む中で実質消費が増加という好循環が生じていくのか、米国を中心とする海外経済の減速による輸出や設備投資の動向が注目ポイントとなろう。

図表 1: 各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・中国等
経済	4-6 月期の実質 GDP は、前年比ではマイナス成長が継続しており基調は弱い。7-9 月期は減産見込み。	4-6 月期の実質 GDP は、前期比+3.0%と堅調も、労働市場は減速するなどほころびもみえる。	ユーロ圏の 4-6 月期の実質 GDP は前期比+0.3%と増加した。ドイツの落ち込みを他国がカバーした格好となった。
物価	サービスを含め内需拡大による物価押し上げ圧力は弱い。企業物価は上昇しており、今後の押し上げ圧力へ。	労働市場の軟化により、物価のプラス幅縮小傾向は継続も、2%まで低下圧力が高まっている。	7 月のユーロ圏 CPI 総合が前年比+2.2%へと伸びを弱める。中国 CPI は同+0.5%へやや回復。
政策	経済の実態が弱い中で、国債買入の減額に加えて利上げが実施され、金融引き締めが強化。	9 月利下げの公算が高まるが、消費は堅調であり利下げの経路は不透明となっている。	ユーロ圏は 9 月利下げを巡り、物価が下がりきらずに不透明感。中国は追加対策への期待が残る状況。
先行き	性急な利上げによる金融環境の悪化により、経済・物価への下押し圧力が強まり、物価目標の達成が困難になりつつある。	米大統領選挙が近づき、財政拡大が見込まれる。利下げと財政拡大が経済・物価に与える影響によって、日本経済にも波及効果が出よう。	ユーロ圏はエネルギー価格下落も景気は脆弱。中国は内需回復が焦点。中国は三中全会後も明確な政策示されず景気の不透明感が強い。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 国際収支統計(2024年6月):輸送・旅行以外のサービスのマイナス幅が過去最大を更新も、為替市場の動向も注視

経常収支のプラス幅は縮小

財務省から、2024年6月の国際収支統計が公表された(図表1)。6月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+1兆7,763億円となった。前月(5月)から6,299億円のプラス幅縮小となった。6月の経常収支の内訳をみると、貿易・サービス収支が-8,063億円(前月比-829億円)となった。貿易収支は-4,406億円となり、5か月連続でマイナスとなった。前月からは341億円のマイナス幅縮小となった。輸出は9兆502億円(同+4,035億円)と増加した。原数値の前年比でみると、商品別では半導体等製造装置・非鉄金属が増加した。地域別ではアジア向け、北米向けが増加した。輸入(季節調整済み)は9兆4,907億円(同+3,693億円)となった。原数値の前年比でみると、商品別では電算機類(含周辺機器)、原動機、通信機で輸入金額が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは87.85米ドル/バレル(前年比+6.8%)、円ベースでは8万6,543円/キロリットル(同+20.1%)と上昇した。輸出の拡大幅の方が大きく、貿易収支のマイナス幅が縮小した。

また、サービス収支は季節調整値では-3,658億円(前月比-1,171億円)とマイナス幅が拡大した。原数値でみたサービス収支は-3,758億円となった。旅行・運輸以外のサービスの押し下げが寄与した。6月の訪日外国人旅行者数は313万5,600人(前年比+51.2%、2019年同月比+8.9%)、出国日本人数は93万200人(前年比+32.3%、2019年同月比-38.8%)となった。第一次所得収支(季節調整値)は、+2兆9,566億円(前月比-4,011億円)となった。原数値では前年比でプラス幅を拡大した。証券投資収益の赤字幅が拡大した。サービス収支・第一次所得収支の押し下げにより、経常収支のプラス幅は縮小した。8月以降、足元の円高が継続した場合、輸出、サービス収支、第一所得収支に押し下げの影響が出てくるに注目である。

図表1:経常収支(季節調整済み値)の内訳

(単位:億円)

年月	経常収支	貿易・サービス収支					第一次所得収支	第二次所得収支		
		貿易収支		輸出	輸入	サービス収支				
		貿易収支	第一次所得収支							
2019年度	186,712	▲ 13,548	3,753	746,694	742,941	▲ 17,302	215,078	▲ 14,817		
2020年度	169,343	2,571	37,853	683,635	645,782	▲ 35,282	194,593	▲ 27,821		
2021年度	201,419	▲ 63,979	▲ 15,043	856,497	871,541	▲ 48,936	289,918	▲ 24,519		
2022年度	90,787	▲ 231,771	▲ 177,869	997,385	1,175,254	▲ 53,902	353,150	▲ 30,592		
2023年度	253,390	▲ 60,230	▲ 35,725	1,018,666	1,054,391	▲ 24,504	355,312	▲ 41,692		
	前年度差	162,603	171,541	142,144	21,281	▲ 120,863	29,398	2,162		
2023年	7月	22,456	▲ 4,378	▲ 1,453	84,956	86,409	▲ 2,925	30,280		
	8月	17,592	▲ 7,812	▲ 3,837	82,625	86,462	▲ 3,975	28,716		
	9月	21,007	▲ 5,104	▲ 1,283	86,795	88,078	▲ 3,821	29,831		
	10月	28,675	2,666	▲ 3,683	87,771	91,454	6,349	29,422		
	11月	19,883	▲ 6,873	▲ 4,744	84,579	89,323	▲ 2,129	29,739		
	12月	17,748	▲ 5,865	▲ 3,013	89,801	92,814	▲ 2,852	27,334		
2024年	1月	24,348	▲ 3,599	64	83,693	83,629	▲ 3,663	32,488		
	2月	13,729	▲ 8,769	▲ 6,735	83,063	89,799	▲ 2,033	24,970		
	3月	19,824	▲ 9,009	▲ 6,324	87,342	93,666	▲ 2,685	31,697		
	4月	25,241	▲ 5,529	▲ 4,151	85,143	89,294	▲ 1,378	34,330		
	5月	24,062	▲ 7,234	▲ 4,747	86,467	91,214	▲ 2,487	33,577		
	6月	17,763	▲ 8,063	▲ 4,406	90,502	94,907	▲ 3,658	29,566		

(出所) 財務省より筆者作成。

輸送・旅行以外のサービスのマイナス幅が過去最大を更新も、為替市場の動向も注視

貿易収支がマイナスであることが長期化する中、インバウンド需要、知的財産・デジタル関連の動向が注目されるサービス収支を確認しておこう。趨勢的な動きをみるため、原数値を3か月移動平均でみたのが図表2である。6月のサービス収支は-3,650億円(前月比-1,489億円)となり、マイナス幅が拡大した。同収支の内訳をみると、旅行収支は+4,463億円(同-21億円)と微減となった。5か月ぶりに前月比で減少し、増加が頭打ちになりつつある。「輸送・旅行以外のサービス」は-7,809億円(同-1,565億円)と前月よりも大幅に減少した。輸送・旅行以外のサービス収支の内訳をみたのが図表3である。

① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億～+3,300億円程度で推移していた。6月は+2,996億円(同-315億円)となった。年初からの緩やかなプラス幅拡大がやや一服した。

② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2024年6月の-2,646億円(前月比-25億円)までほぼ一貫して

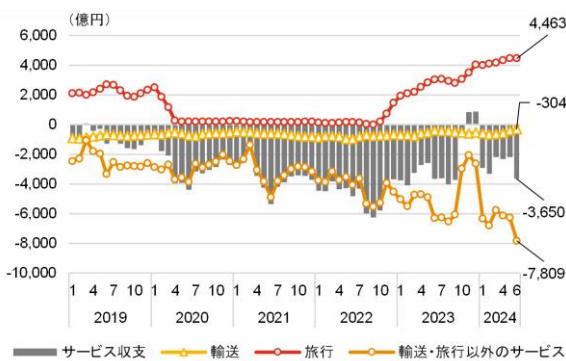
マイナス幅が拡大している。マイナス幅の拡大傾向に一向に歯止めがかからない状態にある。

③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億～-1,800億円程度の間で推移していた。6月は-1,785億円(同-5億円)となった。変動は小さいものの、過去の傾向対比で大きめのマイナスが継続している。

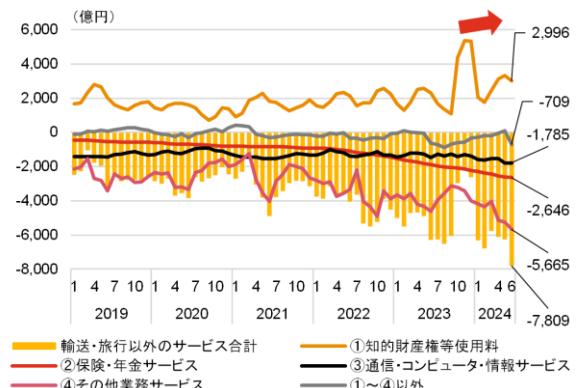
④ その他業務サービスは、-1,200億～-5,500億円程度で推移していた。6月は-5,665億円(同-408億円)とマイナス幅が拡大し、現行統計開始以降、最大のマイナス幅の更新が続いている。この「その他業務サービス」の内訳を図表4でみると、6月の技術・貿易関連・その他業務は-745億円(前月比-8億円)と弱含みとなっている。研究開発は-1,503億円(同+12億円)となり、横ばい圏での推移となっている。専門・経営コンサルティングは-1,959億円(同-55億円)となった。大きくは2021年以降のマイナス幅拡大傾向が継続している。

サービス収支は、旅行収支の改善が頭打ちとなる中、海外のプラットフォーム企業への利用料の支払いや保険・年金、コンサルティングなどの支払いが増えることで、サービス収支のマイナス幅の拡大が続いている。これが円安要因となることが懸念されている。しかし、7月末から8月初にかけては、日銀の利上げ、FRBの利下げ見通し等から円高・ドル安となっている。円高が継続すれば、旅行・輸送以外のサービス収支のマイナス幅拡大に歯止めをかける要因となる、という逆の因果関係もある。また、円高はインバウンド需要を押し下げるとみられ、これらの点を冷静にみることが必要であろう。

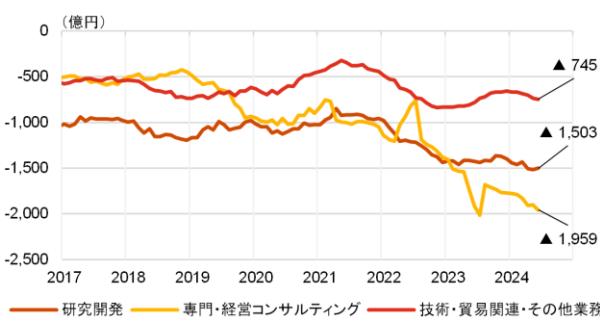
図表2:サービス収支の推移(3か月移動平均)



図表3:輸送・サービス以外のサービス収支推移(3か月移動平均)



図表4:その他業務サービスの内訳(12か月移動平均)



(出所) 財務省、日本銀行より筆者作成。

2. 機械受注統計(2024年6月) 一コア民需が3か月ぶりの増加、一進一退での推移一

コア民需が3か月ぶりの増加、一進一退での推移

内閣府から、2024年6月の機械受注統計が公表された(図表1)。受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-6.0%となった。2か月ぶりに減少し、3兆531億円となった。各需要者別に確認しておこう。

- ① 民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、6月に前月比+2.1%となり、8,761億円となった。業種別にみると、製造業が同-0.3%の4,224億円、非製造業(船舶・電力を除く)が同+2.4%の4,504億円となった。内閣府は、6月の基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」で維持した。
6月の製造業からの受注は同-0.3%となり、2か月ぶりの減少となった。製造業の17業種中、造船業、業務用機械等の9業種で増加した。一方、非鉄金属、パルプ・紙・紙加工品等の8業種で減少した。船舶・電力を含む非製造業は、6月は-27.9%となった。前月の同+27.9%の反動減が出た。6月は非製造業12業種のうち、不動産業、卸売業・小売業等の3業種で増加し、電力業、金融業・保険業等の9業種で減少した。電力は前月比-62.3%となり落ち込みが大きかった。図表1にある船舶・電力を除く非製造業では、6月に同+2.4%(5月:-7.5%)となり2か月ぶりに増加した。
- ② 「官公需」は、6月に前月比+13.9%となった。3か月ぶりの増加となった。「その他官公需」、地方公務で増加した一方、防衛省、国家公務等で減少した。
- ③ 「外需」は、6月に+2.0%となり3か月連続で増加した。電子・通信機械、原動機等で減少したものの、船舶、産業機械等で増加した。
- ④ 「代理店」は、6月に同-0.5%となり、3か月連続で減少した。原動機、道路車両等で増加したものの、産業機械、電子・通信機械等で減少した。

図表1:機械受注(季節調整済み値)の推移

		受注額合計	民需		②官公需	③外需	④代理店
			①(船舶・電力を除く)	製造業	非製造業(船舶・電力を除く)		
2022年	10-12月期	▲1.6	▲8.6	▲4.7	▲9.0	0.9	▲0.6
2023年	1-3月期	▲4.1	7.8	2.0	0.8	2.9	1.9
	4-6月期	3.3	▲2.8	▲2.9	0.3	▲8.0	▲0.8
	7-9月期	2.0	7.6	▲1.4	▲2.6	▲0.2	▲3.0
	10-12月期	0.7	▲6.2	▲1.3	▲0.0	1.1	4.9
2024年	1-3月期	6.3	▲1.3	4.4	0.9	6.8	3.2
	4-6月期	7.4	16.4	▲0.1	2.8	▲3.7	▲7.3
	7-9月期(見通し)	▲3.8	▲7.0	0.2	2.4	1.1	▲3.0
2023年	3月	▲0.7	▲7.9	▲2.7	▲1.2	▲4.0	▲6.7
	4月	4.1	1.4	3.2	▲2.0	8.8	6.4
	5月	▲0.2	0.1	▲5.2	1.5	▲16.8	▲18.0
	6月	▲0.5	1.3	2.1	0.5	8.8	15.3
	7月	5.6	21.4	▲1.3	▲3.5	0.7	▲4.7
	8月	▲8.5	▲19.3	▲0.2	0.4	▲2.1	7.9
	9月	8.8	2.5	1.2	▲0.4	4.2	▲16.9
	10月	▲4.3	0.3	▲0.1	0.7	▲0.1	▲16.3
	11月	1.3	▲5.7	▲3.7	▲3.9	▲0.1	▲2.7
	12月	5.0	9.6	1.9	6.0	▲2.3	4.8
2024年	1月	▲2.9	▲11.0	▲1.7	▲13.2	6.5	0.7
	2月	2.1	7.0	7.7	9.4	9.1	▲2.1
	3月	12.1	5.0	2.9	19.4	▲11.3	5.2
	4月	▲3.6	6.6	▲2.9	▲11.3	5.9	▲6.2
	5月	7.2	17.4	▲3.2	1.0	▲7.5	▲5.3
	6月	▲6.0	▲20.6	2.1	▲0.3	2.4	▲0.5

(出所) 内閣府より筆者作成。

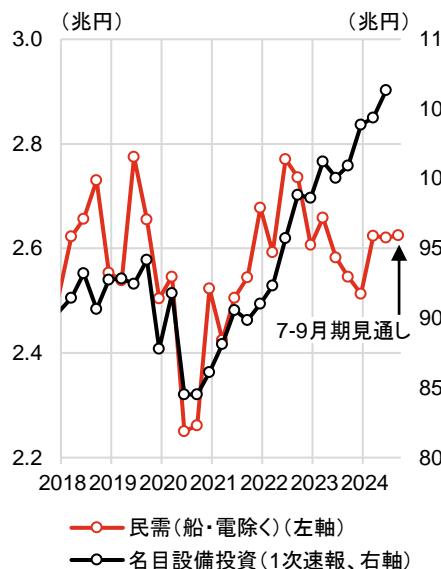
コア民需は 4-6 月期に微減、7-9 月期も微増見通しで一進一退の動き

5 月のコア民需は、2 か月連続で減少した。内閣府の基調判断も下方修正されたように、弱めの動きとなっている。そこで、主要項目について、1-3 月期から、4-5 月の平均までの実績の伸びを確認しておこう。

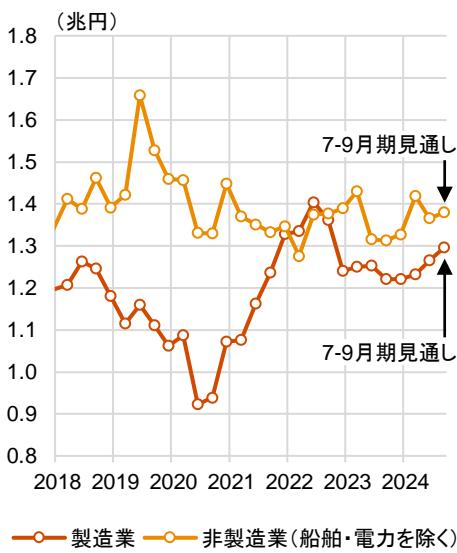
- ① コア受注(船・電を除く民需)の 4-6 月期の伸びは前期比 -0.1% となった(図表 1)。受注金額(図表 2)は 2 兆 6,202 億円となった。前期(1-3 月期)は同 +4.4% と 1 年ぶりの増加であったが、今期は微減となった。内閣府の集計した 7-9 月期のコア受注の見通しは、前期比 +0.2% とわずかに増加する見込みとなっている。この通りになれば 2024 年は、ほぼ横ばいでの推移となる。なお、コア受注は GDP ベースの名目設備投資の先行指標とされる(図表 2)。2023 年 4-6 月期の名目設備投資は前期比 +1.9%、前年比では +6.3% となった。前期比では 4 四半期連続、前年比では 13 四半期連続での堅調な増加となった。もっとも物価の影響を除いた実質設備投資は、2022 年 7-9 月期から増減を繰り返しており一進一退の動きとなっている。
- ② 製造業の受注(図表 3)は、4-6 月期は同 +2.8% と増加した。2 四半期連続で増加した。3 月末時点の予想では 2.0% の減少が見込まれていたため、予想外に堅調な結果であった。4-6 月期は 17 業種中、非鉄金属、パルプ・紙・紙加工品等の 11 業種で増加したものの、石油製品・石炭製品、窯業・土石製品等の 6 業種での減少が寄与した。内閣府の見通しでは、7-9 月期にも同 +2.4% と引き続き増加することが見込まれている。図表 3 の水準でみると、2023 年の横ばいから脱しつつある。
- ③ 船・電を除く非製造業(図表 3)は 4-6 月期に同 -3.7% となり、3 四半期ぶりに減少した。7-9 月期には +1.1% と増加に転じる見込みではある。なお、船舶・電力を含む非製造業は、4-6 月期に前期比 +25.7% となった。1-3 月期の -3.1% から大幅な増加に転じた。12 業種中、電力業、金融・保険業等の 6 業種で増加した。一方、鉱業・採石業・砂利採取業、通信業等の 6 業種で減少した。電力が大幅に増加したものの、船舶・電力を除く非製造業は一進一退での推移となっている。
- ④ 「外需」(図表 4)は、4-6 月期に前期比 +21.7% と大幅に増加した。鉄道車両、重電機で減少したものの、船舶、電子・通信機械等で増加した。7-9 月期の見通しでは同 -8.2% と減少する見込みである。外需は、GDP ベースの名目輸出の先行指標とされ、名目輸出は 4-6 月期に前期比 +3.7% となり前期(1-3 月期)の同 -3.8% の落ち込みを取り戻した。また、4-6 月期の実質輸出(原系列)を前年と比べると -0.4% となり、2020 年 7-9 月期以来約 4 年ぶりの減少に転じた。これまで輸出をけん引してきた米国経済において労働市場が軟化しつつある。欧州経済はドイツ経済を中心に弱く、中国経済は不動産業不況の影響から脱しきれていない。こうした海外経済の減速を受けて海外からの受注動向が減速に転じるかが注目される。

4-6 月期のコア受注は若干の減少となった。製造業の増加を非製造業の減少が打ち消した。7-9 月期は製造業・非製造業とも増加する見通しであるものの、力強さには欠け一進一退の動きとなることが見込まれている。4-6 月期の外需は 2 割超の大増となった反動減もあり、7-9 月期は減少が見込まれる。海外経済の軟調さから今後弱含みとなる可能性もあり、今後を見る上でのポイントとなろう。

図表2:①コア民需(船舶・電力除く)の受注額



図表3:②製造業・③非製造業の受注額



図表4:④外需の受注額



(出所) 内閣府より筆者作成。

3. 貿易収支(通関統計)(2024年7月) 輸出数量は2か月連続で減少、弱い動きが継続

輸出金額の増加傾向は鈍化／輸入金額は4か月連続で増加

財務省から、2024年7月の貿易統計が公表された(図表1)。輸出金額(名目、原数値)は9兆6,192億円、前年比+10.3%となった。8か月連続で増加した。業種別では、輸送用機器が前年比+5.7%(寄与度+1.4%ppt)となった。輸送用機器は2桁増が続いているが、6月・7月は一桁台の伸びに鈍化した。勢いに陰りがみられる。電気機器は同+14.2%の増加となった。寄与度では+2.3pptとなり、うち半導体等電子部品は+1.3ppt押し上げた。また、一般機械が同+5.0%(寄与度+0.9ppt)となり、半導体等製造装置が寄与度+0.9pptと増加した。一般機械、電気機器はそれぞれ8か月連続で増加した。

輸入金額(同)は10兆2,410億円となり、前年比+16.6%と4か月連続で増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料は同+12.0%(同+2.7ppt)と2か月ぶりに増加した。それ以外にも医薬品が増加した化学製品が前年比+22.8%(寄与度+2.4ppt)、一般機械が同+25.6%(同+2.4ppt)、電気機器が同+13.4%(同+2.2ppt)となった。輸入はエネルギー関連の寄与が大きかったが、最近はそれ以外の中間財・資本財などの占める割合が増加している。

貿易収支(原数値)は-6,218億円となり、2か月ぶりにマイナスとなった。なお、季節調整済み値では、輸出が9兆1,374億円(前月比+1.7%)、輸入が9兆8,926億円(同+0.9%)となり、貿易収支は-7,552億円(同-7.9%)となった。

米国向けの増加に陰り／欧州向けは減少幅縮小／中国・アジア向けは回復継続

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。7月の米国向けは前年比+7.3%となった。商品別には、自動車を含む輸送用機器が前年比+5.8%、寄与度+2.3ppt押し上げた。それ以外では電気機器、一般機械等で増加した。7月のEU向けは、前年比-5.3%と4か月連続で減少した。前月の同-13.4%から減少幅は縮小した。商品別では輸送用機器が前年比-16.4%(寄与度-4.6ppt)と減少の大半を占めた。建設用・鉱山用機械が大きく落ち込んだ一般機械も減少した。中国向けは、7月に前年比+7.2%と増加した。8か月連続での増加となり、化学製品、原料別製品、電気機器が増加した。中国以外のアジア向けは、前年比+19.6%となり、7か月連続での増加となった。

図表1:貿易収支の推移

	名目(兆円)			名目・前年比(%)									輸入総額			
	輸出	輸入	収支	輸出総額						商品別			商品別			
				地域別			商品別			輸送用機器	一般機械	電気機器	鉱物性燃料	電気機器	化学製品	
2022年	7月	8.8	10.2	▲1.5	19.0	14.0	31.7	12.8	26.1	14.5	17.3	13.8	47.7	129.6	31.3	28.9
	8月	8.1	10.9	▲2.8	22.0	33.8	16.7	13.4	20.9	30.8	17.0	13.0	49.3	119.3	38.4	27.0
	9月	8.8	10.9	▲2.1	28.9	45.2	33.2	17.0	22.6	75.0	23.8	19.5	46.1	118.1	38.5	34.6
	10月	9.0	11.2	▲2.2	25.3	36.5	28.1	7.7	21.9	61.4	17.6	17.9	54.1	107.9	45.7	53.1
	11月	8.8	10.9	▲2.1	20.0	32.6	32.0	3.5	16.4	33.8	18.9	11.4	30.6	60.8	24.2	32.7
	12月	8.8	10.3	▲1.5	11.5	16.9	27.0	▲6.2	10.4	14.4	13.2	6.2	21.2	44.5	9.1	30.5
2023年	1月	6.6	10.1	▲3.5	3.5	10.4	9.5	▲17.1	2.3	9.2	4.5	▲1.5	17.5	46.4	11.7	1.8
	2月	7.7	8.6	▲0.9	6.5	14.9	18.6	▲10.9	4.0	16.1	1.4	▲1.7	8.3	18.6	15.8	▲2.6
	3月	8.8	9.6	▲0.8	4.3	9.3	5.1	▲7.7	2.5	23.0	1.7	▲4.5	7.0	11.6	8.9	▲14.9
	4月	8.3	8.7	▲0.4	2.7	10.5	11.8	▲2.8	▲8.0	19.8	▲0.1	▲4.3	▲2.7	▲18.1	12.9	▲4.0
	5月	7.3	8.7	▲1.4	0.6	9.4	16.6	▲3.4	▲10.4	38.9	▲3.6	▲8.0	▲10.2	▲27.7	▲1.9	▲13.5
	6月	8.7	8.7	0.0	1.5	11.5	15.0	▲10.9	▲7.0	38.1	▲1.5	▲6.3	▲13.1	▲33.2	▲7.8	▲13.9
	7月	8.7	8.8	▲0.1	▲0.3	13.5	12.4	▲13.4	▲13.2	22.7	▲4.5	▲7.3	▲14.1	▲36.7	▲1.8	▲12.7
	8月	8.0	8.9	▲0.9	▲0.8	5.1	12.7	▲11.0	▲7.6	25.6	▲9.6	0.2	▲17.7	▲35.9	▲6.1	▲15.5
	9月	9.2	9.1	0.1	4.3	13.0	12.9	▲6.2	▲3.3	21.2	▲1.4	▲4.0	▲16.5	▲38.0	▲7.9	▲23.4
	10月	9.1	9.8	▲0.7	1.6	8.5	8.9	▲4.0	▲6.1	27.5	▲6.4	▲3.9	▲12.4	▲27.8	5.6	▲17.2
	11月	8.8	9.6	▲0.8	▲0.2	5.3	▲0.0	▲2.2	▲5.1	11.3	▲10.2	▲0.4	▲11.8	▲25.5	4.7	▲19.5
	12月	9.6	9.6	0.1	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.8	▲17.8	8.8	▲18.7
2024年	1月	7.3	9.1	▲1.8	11.9	15.6	13.8	29.2	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.7	▲22.4	▲8.7	▲12.3
	2月	8.2	8.6	▲0.4	7.8	18.4	14.6	2.5	2.2	20.1	3.7	7.7	0.6	▲14.2	0.3	▲7.0
	3月	9.5	9.1	0.4	7.3	8.5	3.0	12.6	3.6	10.3	3.9	9.9	▲5.1	▲11.5	▲3.2	▲8.7
	4月	9.0	9.4	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.3	5.4	1.3	▲1.4
	5月	8.3	9.5	▲1.2	13.5	23.9	▲10.1	17.8	11.4	16.9	9.8	16.9	9.5	6.3	0.7	5.1
	6月	9.2	9.0	0.2	5.4	11.0	▲13.4	7.2	7.9	0.8	3.5	7.4	3.2	▲2.3	1.6	1.4
	7月	9.6	10.2	▲0.6	10.3	7.3	▲5.3	7.2	19.6	5.7	5.0	14.2	16.6	12.0	13.4	22.8

(出所) 財務省より筆者作成。

半導体製造装置輸出:中国向けの大幅増加が一服

上記でみたように半導体関連は、同製造装置、同電子部品の輸出が増加している。図表 2 で改めて地域別の半導体等製造装置の輸出をみると、世界全体向けでは 7 月は前年比 +27.8% となった。増加は継続しているものの、5 月の同 +45.9% よりも増加ペースは鈍化している。地域別にみると、7 月の中国向けが寄与度 +8.1ppt となった。最近は寄与度 20ppt 以上の伸びとなっていたが、昨年 10 月の同 +9.5ppt 以来の一桁の伸びに鈍化した。中国を除くアジア向けが +18.7ppt と押し上げた。半導体以外でも、産業政策・関税政策等を用いた貿易摩擦が高まっている。米国の大統領選挙をはじめ、各国の選挙結果などの影響を受けて政策対応の影響を注視したい。

図表 2: 地域別の半導体等製造装置の推移



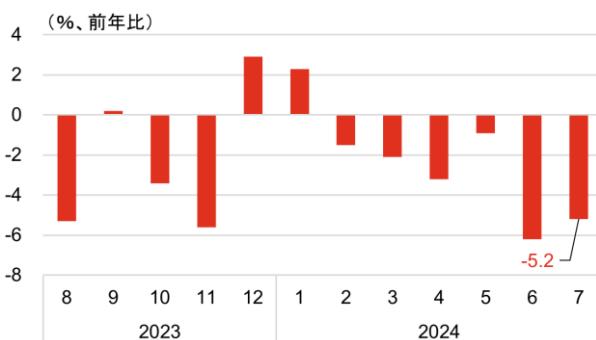
(出所) 財務省より筆者作成。

輸出数量: 輸出数量は 2 か月連続で、全地域向けが減少

以上は名目値での議論であるが、足元の輸出入は価格変化の影響を大きく受けているため、その影響を除いた輸出数量指標(財務省公表値)を確認しておこう。7 月の輸出数量(図表 3)は、前年比 -5.2% となった。6 月の同一 -6.2% よりは下落幅が縮小したものの、依然減少傾向が継続し、6 か月連続での減少となった。図表 4 で地域別にみると、7 月は米国向けが同一 -5.0% (前月: 同 -2.9%) となり、2 か月連続で減少した。米国向けは 3 月以降、増減を繰り返していたが、足元は弱含んでいる。EU 向けは同一 -13.8% (前月: 同 -20.1%) となり、5 か月連続で減少し、弱い動きが継続している。中国向けは同一 -10.9% (前月: 同 -8.9%) と 4 か月連続の減少となり、減少幅が拡大している。アジア向けは同一 -4.2% (前月: 同 -5.3%) となり、2 か月連続減少した。過去 12 か月中、10 か月で減少しており弱めの動きが続いている。

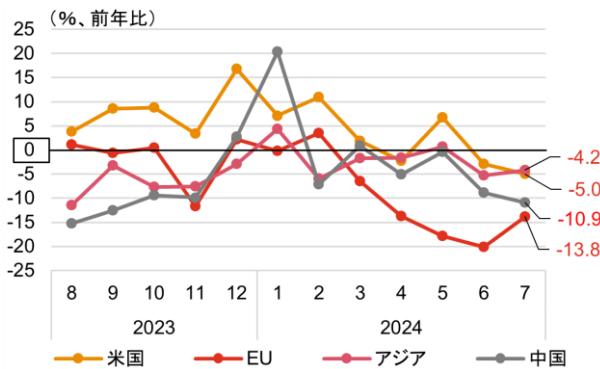
輸出金額の増加は継続しているものの、輸出数量は減少している。輸出数量は 2 か月連続で全地域向け輸出が減少した。特にこれまで輸出数量の増加を牽引してきた米国向けで減速感が強まっていることが懸念材料である。米国向けで弱含み、EU・中国・アジア向けは減少傾向が継続している。2024 年 4-6 月期の GDP ベースの実質財輸出は、前期比 +0.6% となり 4 四半期ぶりの増加となった。もっとも前年比では -3.8% となった。前期(1-3 月期)の前年比 -2.1% よりも落ち込みが大きくなり、6 四半期連続での減少となっている。7 月の貿易統計からはこの財輸出の弱含みの動きは継続しているとみられ、今後の日本経済の下押し要因とならないか慎重にみていく必要がある。

図表 3: 輸出数量の推移



(出所) 日本銀行より筆者作成。

図表 4: 地域別の輸出数量の推移



(出所) 日本銀行より筆者作成。

4. 消費者物価指数(全国、2024 年 7 月) ー総合は変化なし、欧米型コア指数の減速は続くー

電気・ガス代補助金終了の影響でエネルギー価格が上昇、食料・エネルギー除く物価はよりマイルドに

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024 年 7 月)は総合で前年比 +2.8%、生鮮除く総合で同 +2.7%、生鮮・エネルギー除く総合で同 +1.9% となった。また食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同 +1.6% と引き続き 2% を下回り、かつ伸びが緩やかとなっている。6 月と比べ生鮮除く総合の伸びは高まったが、それは、生鮮工エネ除く総合、食料エネ除く総合の伸びが弱まったことからエネルギー価格の上昇による所が大である。図表 1 にあるとおり、エネルギー価格の前年比は +12.0% と再び二桁台の伸びとなった。内訳をみると、電気代、都市ガス代の前年比がそれぞれ 6 月の +13.4%、+3.7% から 7 月には +22.3%、+10.8% と加速したことが大きい。これは、電気・ガス代補助金がいったん終了したためである。電気・ガス代補助金は 9 月から 11 月にかけて再び再開され、12 月以降は再び元に戻る。こうした補助金の影響でエネルギー価格の前年比は上下することになる。

欧米型コア指数の前年比は +1.6% となり、2024 年 5 月以降 2% を下回る状態が続き、かつその伸びは緩やかとなっている。エネルギー価格上昇の影響もあり、エネルギー価格を含む総合や生鮮除く総合でみた物価の伸びは 2% 台後半となっているものの、食料やエネルギー価格の動きを除き、需給バランスをより直接的に反映する欧米型コア指数でみると物価の伸びは着実に弱まっている。日銀は 7 月の政策会合で政策金利を 0.25% に引き上げ、国債買入れ額の減額の具体的なスケジュールを明示した。こうした金融引き締め策は、需給バランスの悪化を通じ物価をさらに下げる方向に作用する。今後の物価は食料やエネルギー価格の上昇の影響がより強くなるだろう。

図表 1: 消費者物価指数(全国)の概要

(%、変化率)

	総合		生鮮除く総合		生鮮工エネ除く総合		食料工エネ除く総合		エネルギー	
	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前年比	
2022年	8	3.0	0.3	2.8	0.4	1.6	0.3	0.7	16.9	
	9	3.0	0.3	3.0	0.4	1.8	0.4	0.9	16.9	
	10	3.7	0.4	3.6	0.4	2.5	0.4	1.5	15.2	
	11	3.8	0.4	3.7	0.4	2.8	0.4	1.5	13.3	
	12	4.0	0.4	4.0	0.4	3.0	0.3	1.6	15.2	
2023年	1	4.3	0.4	4.2	0.3	3.2	0.4	1.9	14.6	
	2	3.3	-0.6	3.1	-0.7	3.5	0.4	2.1	-0.7	
	3	3.2	0.3	3.1	0.3	3.8	0.4	2.3	-3.8	
	4	3.5	0.4	3.4	0.4	4.1	0.4	2.5	-4.4	
	5	3.2	0.1	3.2	0.1	4.3	0.3	2.6	-8.2	
	6	3.3	0.3	3.3	0.3	4.2	0.2	2.6	-6.6	
	7	3.3	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-8.7	
	8	3.2	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-9.8	
	9	3.0	0.2	2.8	0.1	4.2	0.2	2.6	-11.7	
	10	3.3	0.7	2.9	0.4	4.0	0.2	2.7	-8.7	
	11	2.8	0.0	2.5	0.1	3.8	0.2	2.7	-10.1	
	12	2.6	0.1	2.3	0.2	3.7	0.2	2.8	-11.6	
2024年	1	2.2	0.0	2.0	0.1	3.5	0.2	2.6	-12.1	
	2	2.8	0.0	2.8	0.0	3.2	0.1	2.5	-1.7	
	3	2.7	0.2	2.6	0.1	2.9	0.1	2.2	-0.6	
	4	2.5	0.2	2.2	0.0	2.4	0.0	2.0	0.1	
	5	2.8	0.5	2.5	0.5	2.1	0.1	1.7	7.2	
	6	2.8	0.3	2.6	0.4	2.2	0.3	1.9	7.7	
	7	2.8	0.2	2.7	0.3	1.9	0.1	1.6	12.0	

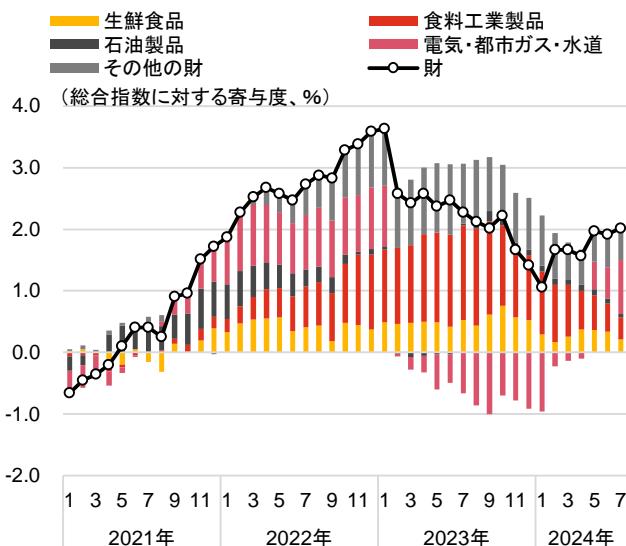
(出所) 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算された値。

引き続き財・サービス価格の動きは弱く、2%物価上昇の安定的・持続的維持への道のりは遠い

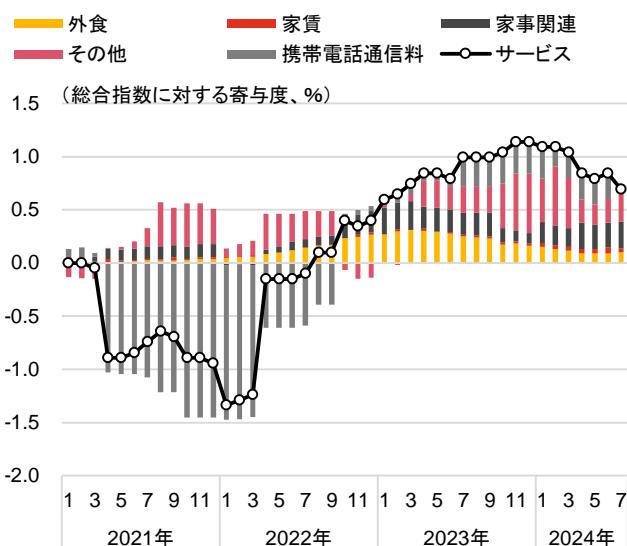
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は先月から上昇して+2.0%ポイントとなった。「電気・都市ガス・水道」は上昇したが、「生鮮食品」「食料工業製品」を中心に寄与は低下している。サービスの寄与度は+0.69%ポイントと低下した。6月と比べると、「携帯電話通信料」および「家賃」の寄与が低下したことが影響した。寄与度は1%を明確に下回っており、サービス価格の上昇を中心として消費者物価指数が前年比2%を安定的に維持するという形を見通すことは困難である。

図表4は日銀が公表している基調的なインフレ率を捕捉するための指標を示している。図表からは、2023年10月あたりを境に刈込平均値、加重中央値、最頻値といった基調的なインフレ率を捕捉するための指標の伸びは低下を続け、2024年6月は5月に続きやや持ち直したものの中の3つの指標のうち2つが2%を下回り状況は変わっていない。図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いた結果である。図表からもわかるとおり、基調的なインフレ率を捕捉するための指標がピークアウトした2023年10月と2024年7月のヒストグラムを比較すると、10%以上の価格上昇率を示した品目の割合が大きく低下し、全体的に4%未満の価格上昇率を示す品目割合が拡大していることが見て取れる。また1%以上3%未満の価格品目割合が大きく上昇し、全体として0%~3%の価格上昇率を示す品目の厚みが増している。さらにマイナスの価格上昇率を示す品目も増えてきている。ヒストグラムからは価格上昇率が高い品目が減り、全体として分布の形状が左側に寄る傾向は続いている。以上からは、物価上昇ではなく、想定外の物価下落のリスクの方こそ心配すべきとも言えよう。

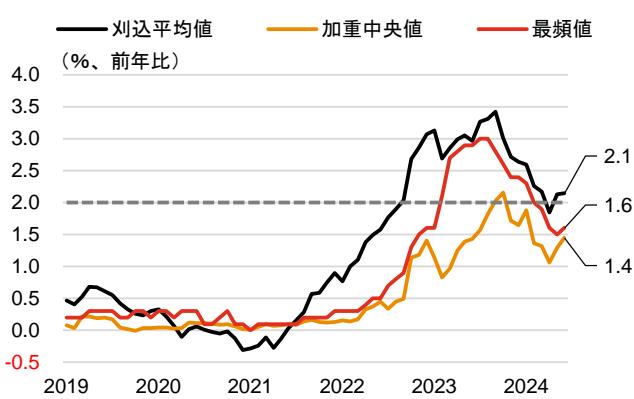
図表2:消費者物価指数(財)の寄与度推移



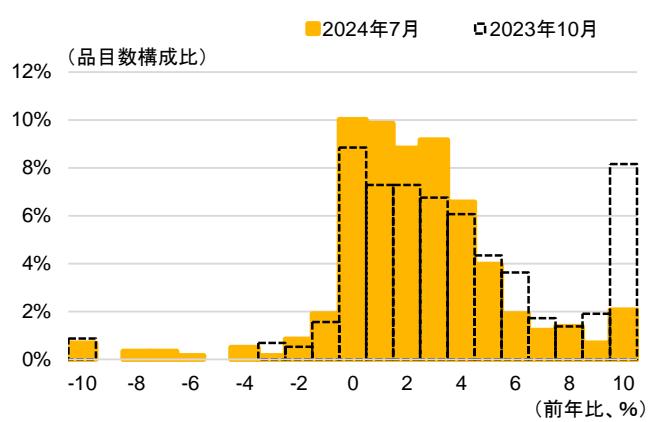
図表3:消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4:基調的なインフレ率を捕捉するための指標
(24年6月まで)



図表5:食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較



(出所) 総務省、日銀より筆者作成。

5. 商業動態統計(2024 年 7 月速報) 一小売業販売額は名目・実質ともに引き続き増加基調一

小売業販売額は前年比+2.6%、前月比は+0.2%と増加が続く

経済産業省から商業動態統計(2024 年 7 月速報値)が公表された。結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 53 兆 4,400 億円、前年比+7.8%となつた。卸売業は 39 兆 1,310 億円、同+9.9%、小売業は 14 兆 3,090 億円、同+2.6%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+3.1%、小売業が+0.2%である。卸売業は医薬品・化粧品、食料・飲料、農畜産物・水産物が大きく増加した。また小売業について業種別にみると、医薬品・化粧品含むその他、自動車が大きく増加した。経済産業省は 6 月に続き、小売業販売額の基調判断を「上昇傾向にある」としている。

図表 1 は卸売業、小売業の季節調整済前月比に加えて、業態別の販売動向について記載している。百貨店販売額は前年比+5.1%、スーパーは同-1.0%、コンビニは同+0.7%、家電大型専門店は同+1.6%、ドラッグストアは同+4.5%、ホームセンターは同-1.5%と、増減が混在している。百貨店は前月比で-6.5%と大きめの低下となつた。コンビニ販売額は前年比・前月比ともに増加となつた。家電大型専門店やドラッグストア・ホームセンターの前年比は持ち直しの基調が続いている。定額減税などの追い風が小売業販売額の増加に影響している可能性もある。

図表 1: 商業動態統計の概要

(単位: %)

	卸売業		小売業		百貨店		スーパー		コンビニエンスストア		家電大型専門店	ドラッグストア	ホームセンター		
	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前年比	前年比		
2022	6	1.1	8.8	-0.4	1.5	-0.3	11.2	-0.2	-1.2	0.3	4.2	2.8	3.3	-0.7	
	7	0.1	5.8	0.9	2.4	1.7	8.9	1.0	1.3	-0.5	3.4	-3.9	6.8	-2.2	
	8	0.3	9.8	0.2	4.1	-0.1	24.7	-0.3	-0.5	-0.2	5.2	-2.3	5.3	-1.1	
	9	0.4	8.5	1.1	4.8	1.8	19.1	1.2	0.5	0.1	2.3	6.4	5.6	-3.2	
	10	-0.6	5.7	0.4	4.4	2.0	10.9	1.0	2.8	3.9	6.5	0.1	6.0	1.7	
	11	-0.3	4.4	-0.2	2.5	-1.5	4.1	0.0	2.6	0.9	7.9	0.3	7.9	-1.3	
	12	0.4	3.6	0.3	3.8	0.5	3.7	0.2	4.1	-0.1	3.9	2.5	11.1	2.9	
	2023	1	-2.4	1.2	1.3	5.0	-0.4	14.4	0.2	5.4	-0.8	4.1	-0.3	5.0	-1.4
	2	1.3	2.4	0.4	7.3	1.5	18.8	-0.2	5.2	0.7	6.2	1.3	5.5	0.1	
	3	0.2	0.8	1.0	7.2	-0.6	8.6	0.0	3.6	0.5	6.0	-4.6	7.9	0.3	
	4	-0.3	-0.7	0.0	5.1	0.5	7.6	0.7	5.2	-0.3	5.3	-3.9	8.9	0.4	
	5	0.0	1.1	0.9	5.7	1.4	5.3	0.5	3.7	0.8	5.5	-4.7	9.0	-2.0	
	6	-0.4	-1.9	-0.5	5.6	0.6	5.7	-0.2	4.3	-1.1	3.6	-6.3	9.4	-1.8	
	7	0.9	-0.7	1.3	7.0	1.3	7.6	1.5	5.9	0.8	5.2	5.0	10.2	5.2	
	8	0.7	0.0	0.8	7.0	0.7	10.9	0.0	1.9	0.5	6.3	3.9	7.7	0.9	
	9	0.3	-0.6	0.2	6.2	0.2	8.1	-0.9	-1.2	-1.4	4.0	-0.4	10.2	-0.8	
	10	-0.7	0.6	-1.0	4.1	-1.7	5.3	1.6	0.1	1.8	2.2	-3.4	10.3	-1.5	
	11	-0.4	-0.7	0.4	5.4	0.6	6.4	-0.6	1.3	-0.5	0.1	3.3	8.9	3.1	
	12	1.8	0.1	-1.5	2.4	-0.4	4.4	-1.3	-1.0	2.3	4.2	-3.4	5.8	-2.2	
2024	1	-3.7	0.7	0.2	2.1	1.9	5.9	2.0	0.3	-2.3	1.6	-6.0	7.3	-1.0	
	2	2.9	3.0	1.7	4.7	8.6	13.5	0.0	-0.1	1.6	5.4	-1.4	11.4	1.3	
	3	0.2	-1.7	-1.2	1.1	-3.7	9.6	0.6	-1.4	-2.2	0.4	6.3	8.9	2.5	
	4	2.1	5.4	0.8	2.0	-0.7	8.3	-0.3	-0.5	0.4	0.3	3.5	6.1	0.9	
	5	2.6	7.1	1.6	2.8	6.0	13.7	-1.1	2.3	1.5	1.3	0.6	6.8	1.0	
	6	-1.9	1.7	0.6	3.8	0.5	13.5	1.1	0.8	-1.2	1.6	10.3	7.5	4.6	
	7	3.1	9.9	0.2	2.6	-6.5	5.1	0.4	-1.0	0.7	0.7	1.6	4.5	-1.5	

(注) 前月比は季節調整済指数の前月比である。(出所) 経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

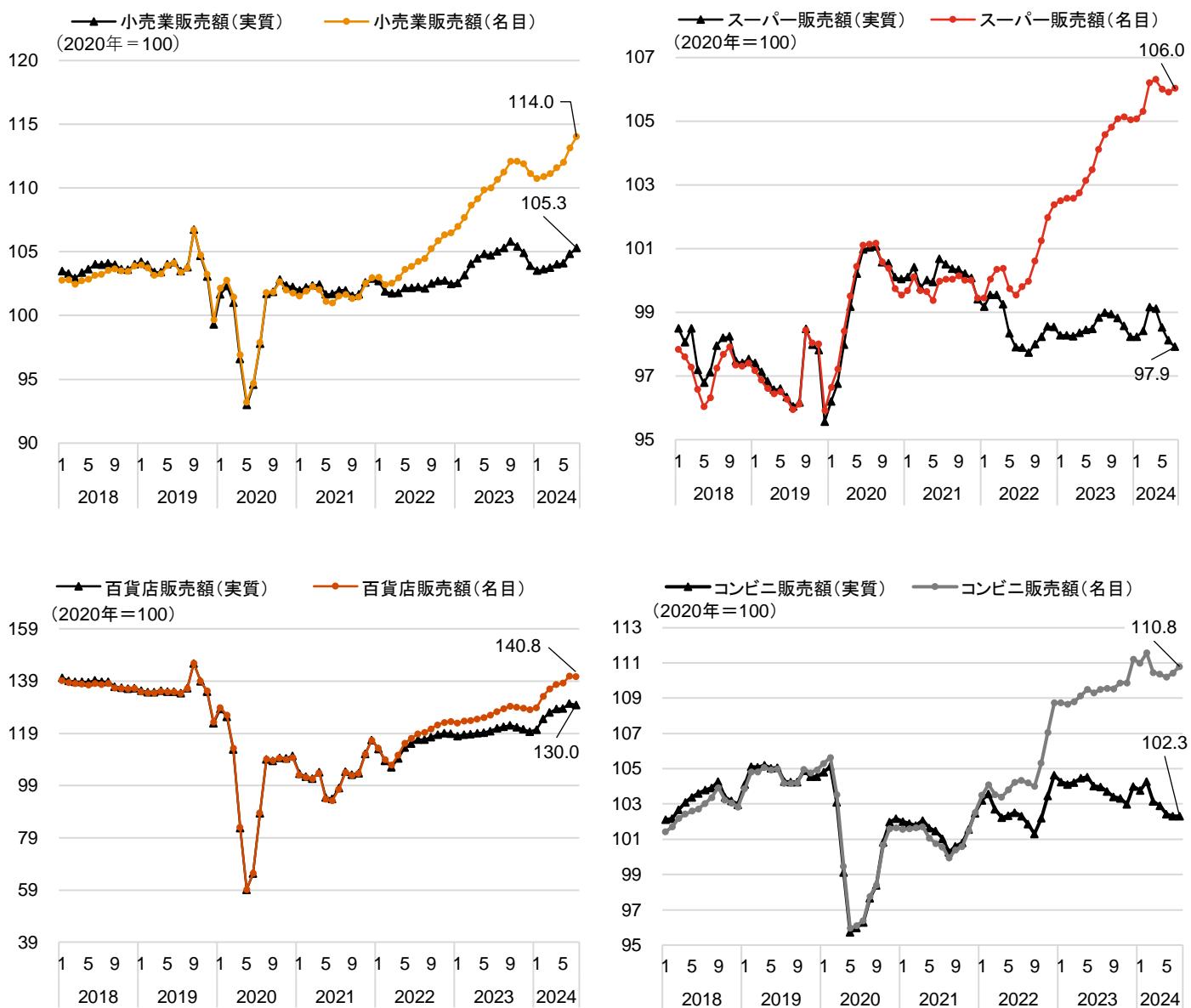
実質小売業販売額は拡大基調が強まる、スーパー、コンビニの実質販売額は弱めの動き

昨今の販売額の動きには価格上昇による影響が一定程度作用している。図表 2 では、試みに総務省「消費者物価指数」の総合指数(季節調整値、2020 年基準)で名目販売額指数(2020 年基準)をデフレートし、後方 3か月間移動平均をとった実質販売額指数と名目販売額指数の推移をみている。

小売業販売額指数(左上)の動きをみると緩やかながら増加が続いており、名目指数はピークを更新している模様である。実質指数は、2022年末まではCOVID-19に伴う公衆衛生措置の影響もあり、2020年8月以降は横ばい圏内で推移していたが、2023年に入り9月まで増加基調が続いた。10月以降は減少に転じたが足元では下げ止まり、じわり増加を続けている。百貨店販売額指数(左下)は横ばいに転じつつある。スーパー販売額指数(右上)の動きをみると、名目販売額指数は水準としては2020年8月を大きく上回るが、物価上昇を考慮に入れると、2020年8月をピークとして全体として低下トレンドの中で、足元はやや弱めの動きとなっている。コンビニ販売額指数(右下)については、7月の名目指数は増加したが、物価水準を加味すると、引き続き下落トレンドの中にあることがわかる。

以上のとおり実質でみた小売業販売額は2023年7月から9月にかけて増加した後、10月以降は減少が続いているが、2024年に入ってやや持ち直し、拡大基調が続いている。8月以降も増加基調が維持できるかがポイントとなるだろう。

図表2:小売業、百貨店、スーパー、コンビニ販売額(名目、実質)の推移



(注) 実質値は総務省「消費者物価指数」から季節調整済の総合指数を用いて名目値をデフレートした値。

名目・実質値とともに後方3か月移動平均値。(出所) 経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

6. 鉱工業生産(24年7月速報) ー6月の落ち込みからは持ち直したものの、勢いは弱いー

7月の鉱工業生産は持ち直したが、8月・9月と減少が続く可能性も

鉱工業生産(24年7月速報)は前月比+2.8%と2か月ぶりの増加となった。製造工業生産予測調査の同+6.5%、補正值の同+4.0%と比較しても弱く、6月の落ち込みを取り戻せていない。前年比では+2.7%と2か月ぶりの増加となった。経済産業省は「生産は一進一退ながら弱含んでいる」と基調判断を維持したが、今後も弱めの動きが続くと見込まれる。業種別生産は15業種中石油・石炭製品工業を除く14業種で増加という結果になった。増加業種で大きなインパクトをもたらしたのはレーダー装置やノートパソコンといった電気・情報通信機械工業、半導体製造装置などの生産用機械工業である。出荷は前月比+2.4%、前年比+1.7%と増加し、在庫は前月比+0.4%、前年比-2.5%となった。稼働率(6月)は前月比、前年比はともに低下した。

製造工業生産予測調査をみると、2024年8月は前月比+2.2%、9月は同一3.3%と一進一退の動きが見込まれている。8月は生産用機械工業、電子部品・デバイス工業、石油製品工業の増加が全体の増加に寄与するが、9月は半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置の減産が見込まれる生産用機械工業の大幅減の影響により減少する。生産実績との間で生じるズレを補正した補正值は8月が前月比-0.9%、9月は同一3.3%と低下が続くことになる。

仮に補正值の見通し通りのペースで生産が推移すると想定すると、7-9月期の生産は4-6月期対比で0.7%の低下となる。7月の生産は6月の落ち込み対比で持ち直しの動きが弱く、8月・9月は低下の可能性も相応にある。弱めの動きが続いている現状は変わらないと言えよう。

図表1:鉱工業指数(生産・出荷・在庫・在庫率、生産能力実績、稼働率)の概要

		生産		出荷		在庫		在庫率		生産能力実績 (製造工業)		稼働率(製造工業)	
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前月比	前年比	
2022年	8	1.4	5.7	0.8	5.5	1.1	6.2	-0.3	4.9	-0.8	2.0	6.2	
	9	-0.5	8.7	-0.7	9.6	1.7	6.2	2.8	5.0	-0.6	-0.2	12.1	
	10	-1.7	3.1	-0.6	4.7	-0.2	5.0	-1.5	3.7	-0.6	1.4	6.7	
	11	0.0	-1.4	-0.4	-0.8	0.0	3.5	1.3	6.6	-0.6	0.2	-0.2	
	12	-0.6	-2.2	-1.2	-3.1	-0.1	2.7	2.2	10.5	-0.7	-1.5	-2.6	
2023年	1	-3.6	-3.0	-2.8	-3.1	-0.3	2.5	2.1	9.9	-0.4	-4.7	-1.9	
	2	3.4	-0.5	3.9	0.7	0.6	1.5	-1.2	6.0	-0.4	3.0	-1.4	
	3	0.4	-0.8	0.5	0.1	0.2	2.2	0.9	8.6	-0.4	0.4	0.8	
	4	0.3	-0.8	-0.5	-1.4	1.3	6.0	1.4	12.7	-0.2	0.9	2.3	
	5	-1.0	4.1	-0.3	3.8	0.6	7.2	1.0	8.8	0.0	-2.6	8.0	
	6	0.9	-0.1	0.8	0.7	0.0	5.7	-0.6	9.8	0.1	1.5	0.7	
	7	-1.4	-2.6	-1.3	-2.0	0.2	5.5	0.8	9.8	0.3	-1.7	-2.1	
	8	-0.4	-4.7	-0.2	-3.1	-1.1	3.0	-0.5	9.2	0.1	0.1	-3.7	
	9	0.1	-4.5	0.6	-2.4	-0.9	0.0	-1.2	4.3	0.0	0.1	-4.3	
	10	1.2	0.9	0.3	0.8	0.0	0.8	-0.2	4.1	0.2	-0.4	-1.4	
	11	-0.6	-1.6	-0.8	-1.7	0.0	0.9	1.5	6.3	0.2	0.7	-3.0	
	12	1.2	-1.1	1.6	0.2	-0.9	-0.5	-2.3	2.3	0.3	0.2	-3.3	
2024年	1	-6.7	-1.5	-7.5	-1.7	-1.7	-1.8	2.6	0.8	0.1	-7.9	-4.6	
	2	-0.6	-3.9	-0.7	-4.7	0.6	-1.7	-5.6	1.9	0.1	-0.5	-6.2	
	3	4.4	-6.2	4.7	-6.8	1.0	-1.0	7.6	6.8	-0.2	1.3	-11.2	
	4	-0.9	-1.8	-0.4	-1.4	-0.2	-2.4	-0.7	0.5	-0.2	0.3	-6.8	
	5	3.6	1.1	3.9	1.3	0.9	-2.1	-1.2	-1.5	-0.3	4.1	-1.8	
	6	-4.2	-7.9	-4.7	-8.1	-0.7	-2.7	1.7	4.8	-0.6	-3.1	-10.0	
	7	2.8	2.7	2.4	1.7	0.4	-2.5	-2.3	-3.8	-	-	-	

(出所) 経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は6月確報値の結果である。

輸送機械工業、生産用機械工業の生産拡大は緩やか

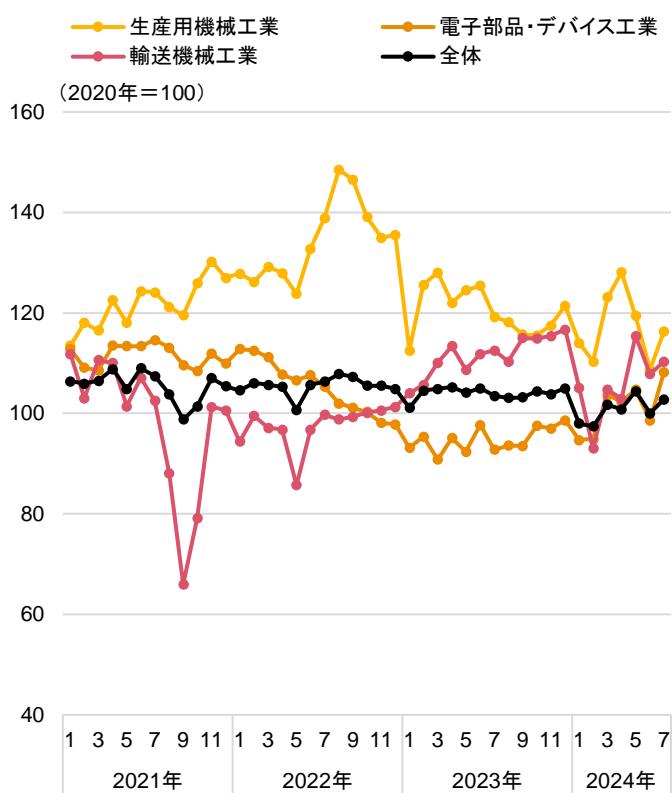
業種別生産の動き(図表2)をみると、2024年1月・2月の減少からの持ち直しは鈍く、5月は上昇したものの6月は再び減少、7月は再び増加という形で上下しつつ、2023年と比べてやや低い水準で推移している。輸送機械工業については、2024年5月に大幅に持ち直したものの2023年の水準には届いていない。電子部品・デバイス工業はじりじりと増加が続く。生産用機械工業は7月にやや持ち直したものの、緩やかな下落トレンドの中にある模様だ。鉱工業生産全体の動きは弱い。

図表3は業種別在庫率の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率は上下しつつ高水準で推移している。6月の電子部品・デバイス工業、輸送機械工業の在庫率は上昇、生産用機械工業の在庫率はわずかに低下との結果になった。

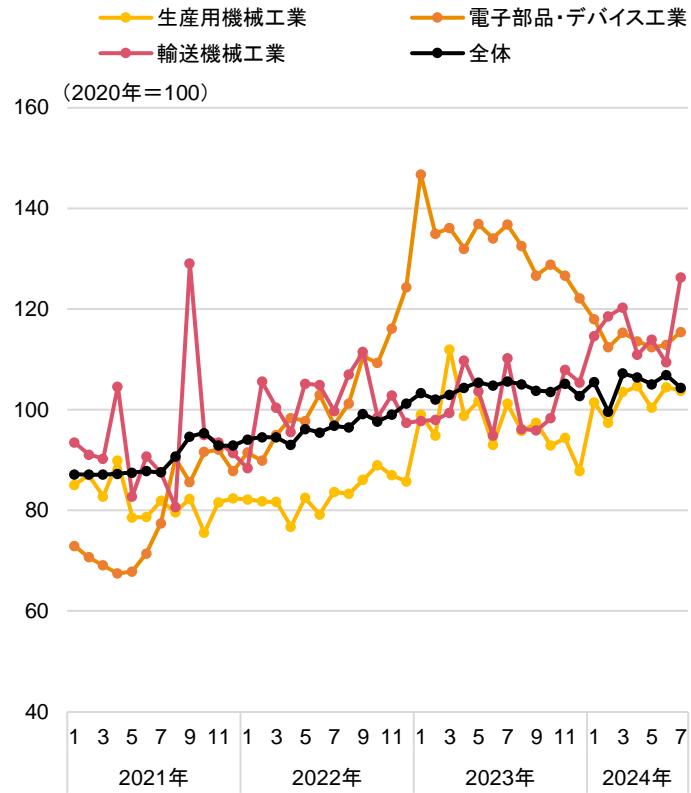
製造工業生産予測指数について産業別にみると、8月に関しては、電子部品・デバイス工業、生産用機械工業、石油製品工業の拡大が前提となっている。特にこの中では9月に大幅減産が見込まれている生産用機械工業(半導体およびフラットパネルディスプレイ)の生産や納期の動向に引き続き要注意である。

企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、7月のDI(原系列)は-0.4%とわずかに弱気が上回る結果となった。変動を均したトレンドではDIは+2.7%と増加が続いている。景気後退の分水嶺ともいわれる-5%を上回ってはいるものの、企業が先行きに対して強気になっている様子はあまりみえない。企業のマインドは引き続き緩やかな改善が続く形となるだろう。

図表2:業種別生産(季節調整値)



図表3:業種別在庫率(季節調整値)



(出所) 経済産業省より筆者作成。

7. 一般職業紹介・労働力調査(2024年7月)－失業者に対する求人件数が2年5か月ぶりの低水準

失業者に対する求人件数が2年5か月ぶりの低水準

7月の有効求人倍率(季節調整値)は1.24倍となり、前月(6月)の1.23倍から0.1ポイントの改善、前年から0.06ポイントの悪化となった(図表1①)。しかし、水準としては依然として2年ぶりの低水準にある。内容をみていくと、有効求人数(同②)は240.2万人となり、前年比-3.5%となった。有効求職者数(同③)は193.7万人となり、前年比では+0.9%となった。新規求人(原数值)は前年比+1.2%となり、11か月ぶりに増加した。主要産業別にみると、学術研究・専門・技術サービス業、情報通信業、医療・福祉などで増加した一方、教育・学習支援業、製造業、宿泊業・飲食サービス業などで減少した。

7月の労働力人口は6,954万人(前年比+28.0万人)、就業者数は6,766万人(同+22.0万人)、完全失業者数は187万人(同+5.0万人)となった(同④～⑥)。産業別の就業者数(原数值)をみると、学術研究、建設業、卸売業・小売業で増加し、運輸業・郵便業、教育・学習支援業で減少した。7月の完全失業率(季節調整値)は2.7%となり、昨年3月の2.7%以来の高水準となった(同⑦)。求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.5%となった。失業率・求人率から計算され、労働市場の需給がバランスするとみられる均衡失業率(同⑨)は、7月に3.05%となった。7月の失業率は2.7%と、均衡失業率を0.35%ポイント下回った(同⑩の失業率ギャップ)。さらに、求人数を失業者数で割った比率(同⑪)をみると、7月は1.28倍となり、前月から0.08ポイント悪化(下落)した。2022年2月の1.28倍以来、2年5か月ぶりの低水準となった。労働市場の需給は悪化している。

図表1:一般職業紹介状況・労働力調査(有効求人倍率・完全失業率等)の概要

季節調整値	有効求人倍率	有効求人数	有効求職者数	労働力人口			失業率	求人率	均衡失業率	失業率ギャップ	求人数・失業者数比率
	①=②/③倍	②万人	③万人	④万人	⑤万人	⑥万人	⑦=⑥/④%	⑧=②/④%	⑨=⑦+⑧%	⑩=⑦-⑨%ポイント	
2019年12月	1.56	266.0	170.0	6,939	6,782	156	2.2	3.8	2.90	-0.70	1.71
2022年6月	1.27	248.9	195.8	6,909	6,727	181	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.38
7月	1.29	250.2	194.2	6,905	6,729	176	2.5	3.6	3.01	-0.51	1.42
8月	1.31	251.6	192.1	6,901	6,728	174	2.5	3.6	3.02	-0.52	1.45
9月	1.32	252.6	191.0	6,917	6,736	182	2.6	3.7	3.08	-0.48	1.39
10月	1.33	252.7	189.8	6,913	6,737	179	2.6	3.7	3.08	-0.48	1.41
11月	1.35	253.8	188.0	6,887	6,715	173	2.5	3.7	3.04	-0.54	1.47
12月	1.35	253.3	186.9	6,900	6,725	174	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.46
2023年1月	1.35	253.4	187.8	6,912	6,737	171	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.48
2月	1.34	253.8	189.8	6,899	6,720	179	2.6	3.7	3.09	-0.49	1.42
3月	1.32	251.8	190.2	6,923	6,733	190	2.7	3.6	3.13	-0.43	1.33
4月	1.32	250.6	189.4	6,923	6,743	180	2.6	3.6	3.07	-0.47	1.39
5月	1.32	249.7	189.6	6,916	6,740	177	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.41
6月	1.31	249.3	190.7	6,925	6,751	174	2.5	3.6	3.00	-0.50	1.43
7月	1.30	249.0	192.0	6,926	6,744	182	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.37
8月	1.30	248.6	191.9	6,931	6,749	183	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.36
9月	1.29	248.0	191.9	6,932	6,756	177	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.40
10月	1.29	247.2	191.9	6,930	6,755	176	2.5	3.6	2.99	-0.49	1.40
11月	1.27	245.3	192.4	6,949	6,772	177	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.39
12月	1.27	244.7	193.1	6,937	6,764	172	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.42
2024年1月	1.27	245.1	193.0	6,935	6,761	170	2.4	3.5	2.91	-0.51	1.44
2月	1.26	246.3	195.0	6,966	6,783	182	2.6	3.5	3.03	-0.43	1.35
3月	1.28	244.1	191.2	6,941	6,760	182	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.34
4月	1.26	240.9	190.7	6,934	6,751	183	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.32
5月	1.24	241.2	194.4	6,944	6,761	182	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
6月	1.23	241.1	195.5	6,963	6,786	176	2.5	3.5	2.94	-0.44	1.37
7月	1.24	240.2	193.7	6,954	6,766	187	2.7	3.5	3.05	-0.35	1.28
前年差	-0.06	-8.7	1.7	28.0	22.0	5.0	0.1	-0.1	-0.00	0.10	-0.08
前月差	0.01	-0.8	-1.8	-9.0	-20.0	11.0	0.2	-0.0	0.11	0.09	-0.08
前月比	-	-0.3	-0.9	-0.1	-0.3	6.3	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.5	0.9	0.4	0.3	2.7	-	-	-	-	-

(出所) 総務省、厚生労働省、Barnichon (2010)より筆者作成。

参考文献: Regis Barnichon (2010), "Building a composite Help-Wanted Index," *Economic Letters* 109, pp.175-178

有効求人倍率の振り返り：求職者数が横ばいの中、求人数の動きが力ぎに

前ページでみた通り、求人者数・失業者数比率が1.3倍割れまで悪化し、景気の先行指標とされる有効求人倍率も1.24倍となつた。ともに約2年ぶりの低水準となつてゐる。さて、有効求人倍率とは、企業が働き手を探している有効求人数を、職を得たい有効求職者数で割つたものである。改めて図表2で両者の推移を確認しておこう。有効求人数は、COVID-19前には280万人弱で推移し、COVID-19の影響を受けて2020年には一時200万人割れまで落ち込んだ。その後、COVID-19後の経済活動の再開などの動きを受けて2023年初には250万人強まで増加した。その後は企業側で労働需要が満たされつつある影響から減少に転じ、7月は240.2万人まで減少した。人手不足といわれているものの、ここでの企業の求人意欲は減退している。一方、求職者数の方は、2021年以降187万人～200万人で横ばいで推移しており、7月は193.7万人となつた。図表2をみても明らかなように有効求人数の変化が有効求人倍率の動向を左右している。

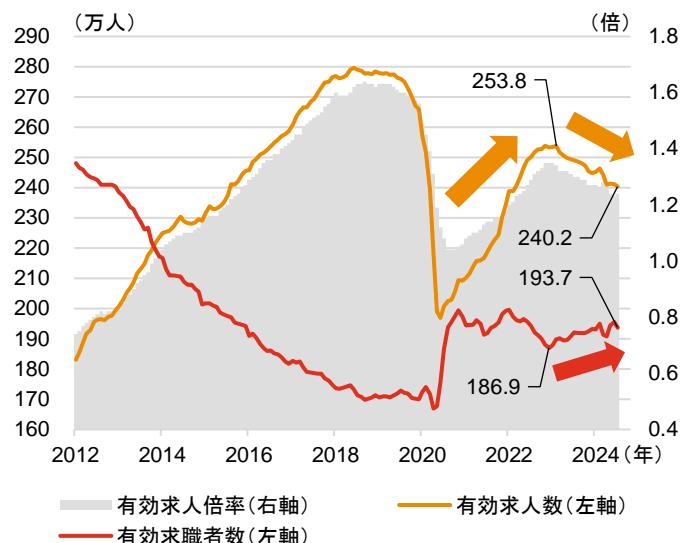
新規求人数の動向：年初来、減少率は横ばいで推移

有効求人数は、前月までに繰り越された求人数に、その月の求人数を加えたものである。このうち、その月に加えられた新規求人数の推移をみたのが、図表3である。7月単月の新規求人数は、前述の通り前年比+1.2%となり、11か月ぶりの増加となつた。しかし、前月の同一-9.4%の落ち込みを覆すほどではなく、図表3にある3か月平均では-2.9%となつた。減少幅は前月(6月)時点の-4.1%から1.2%ポイント縮小した。2022年半ば以降は悪化傾向がややマイルドになつてゐたが、2023年に入つてから概ね3～4%の減少が継続している。業種別にみると、製造業は7月に同一-8.3%となり、前月の同一-9.9%からは若干の減少幅縮小となつた。宿泊業・飲食サービス業は7月に同一-4.5%となつた。前月の同一-6.1%からは減少幅が縮小となつた。均してみると、今年に入り減少率は概ね横ばいでの推移となつてゐる。

長期的には人手不足も、短期的な求人は悪化している可能性

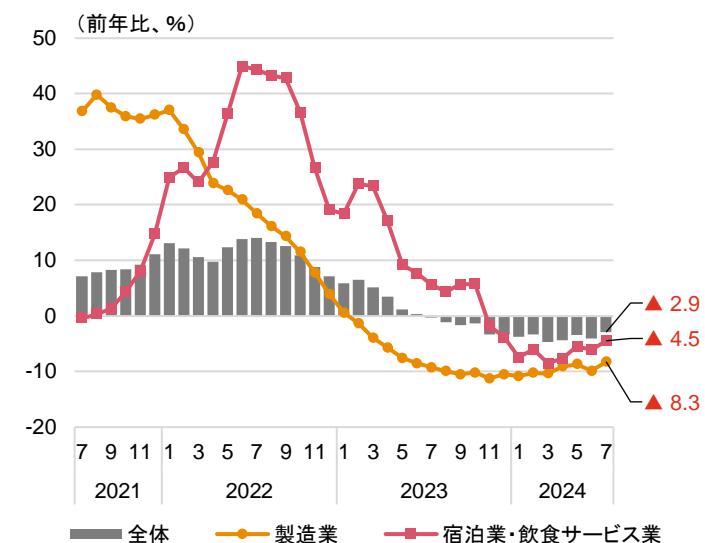
長期的に日本経済を考えるにあたつては人口減少から人手不足が課題となり、企業は労働力を確保するために求人を増加させよう。しかし、短期的・景気循環的な動きはそれとは分けて見定めていくべきである。有効求人倍率は景気の先行指標とされ、足元では悪化している。7月には求人・失業者比率も悪化した。短期的・景気循環的には企業の求人意欲が低下しており、今後の景気悪化を示している可能性がある。また、賃金上昇・労働コスト上昇が企業の求人・採用意欲の低下を招いてゐる可能性もある。このように日本の労働市場をみるにあたつては時間軸をしっかりと分けた上で、他の経済指標と合わせて状況を確認していくことが重要となつる。

図表2:新規求人数の推移



(出所) 総務省統計局「一般職業紹介状況」より筆者作成。

図表3:失業者数の動向



(注) 前年比、3か月移動平均。

(出所) 厚生労働省「労働力調査」より筆者作成。

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 2024 年 8 月 5 日(月)~8 月 9 日(金): 日銀政策決定会合(7 月 30 日・31 日)についてのコメント

日銀政策決定会合(7 月 30 日・31 日)についてのコメント

7 月 30 日・31 日にわたって開催された政策決定会合において、日銀は前回会合で決定済であった国債買入れ額の減額の具体策(2024 年 7 月実績で月 5.7 兆円の買入予定額を 4 半期毎に 4,000 億円ずつ段階的に減らし、2026 年 1-3 月期に月 2.9 兆円と半減させる)に加え、政策金利を 0.25%へ引き上げることを決定した。今回の日銀の決定は 3 月の決定(「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の撤廃)に続き、消費を中心に弱々しい動きが続く日本経済、そして食料・エネルギーを除く消費者物価が前年比 2%を下回る物価状況を念頭におけば行うべき政策ではなかった。

今回の日銀の決定を受けて、31 日から週明け 5 日にかけて日経平均株価は 7,000 円超下落して 3 万 1,458 円となった。2 日の大暴落(2,216 円(5.8%)安)は歴代 3 番目の下げ幅、そして 5 日の下げ幅は 4,400 円を超える過去最大の下げ幅となった。併せてドル円レートは 8 月 2 日時点に 1 ドル=150 円を割り込み、その後 5 日夜の時点で 142 円台前半まで円高が進んでいる。FOMC にてパウエル議長から 9 月利下げを示唆する発言もあり、米国経済の悪化についての懸念が広がったことも背景にはあるが、日銀の政策決定が日本の株価・為替に激震をもたらしたことは日本の株価下落率が米国のそれを上回っていることからも明らかであろう。

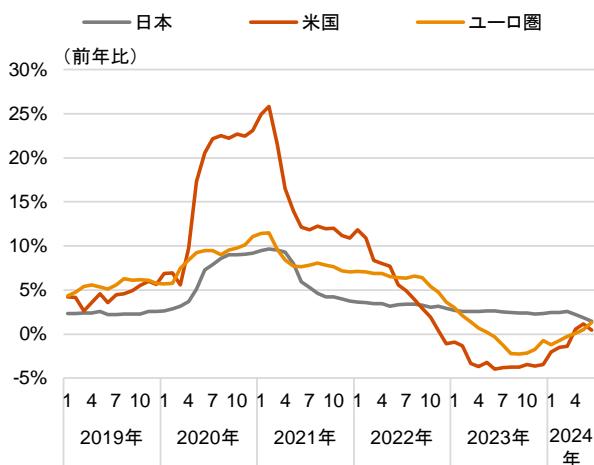
図表 1 はマネーストック(M2)の前年比の推移を、図表 2 は日米長期金利差とドル円レートの推移を示している。マネーの量的側面に着目すると、日銀が政策変更を行った 3 月は日本のマネーストックの伸びが減速を始め、米国やユーロ圏のマネーストックが前年比でプラスに転換する転換期にあった。日米長期金利差で見ても、既に 4 月をピークに金利差は縮小過程に入っている。つまり 3 月の日銀の政策転換で為替が円高に転換する種は既に躊躇されていた。そうした種が今回の日銀の決定で株安・円高という形で具体的な形となつたということではないか。

日銀は、国債買入れ計画につき、予見可能な形での減額が適切とし、2026 年 3 月まで一定ペースで買入れ額を減らすことを(柔軟性の確保を明示しつつも)明言した。また植田総裁は記者会見にて今回示した国債保有残高の姿は長期的に望ましい水準よりも高いこと、さらに 0.5%という政策金利は壁とは言えず、経済・物価見通し通りであれば、引き続き金利を上げていく考えを示した。金融政策は、その政策スタンスの変化が市場参加者の期待(予想)の変化を促すことで資産市場を変化させ、一定のタイムラグを経て実体経済に影響を及ぼす。今回の日銀の決定はまさに明確な引き締めスタンスの強化を市場にさらに浸透させることで株価や為替といった資産価格を悪化させたと言えよう。

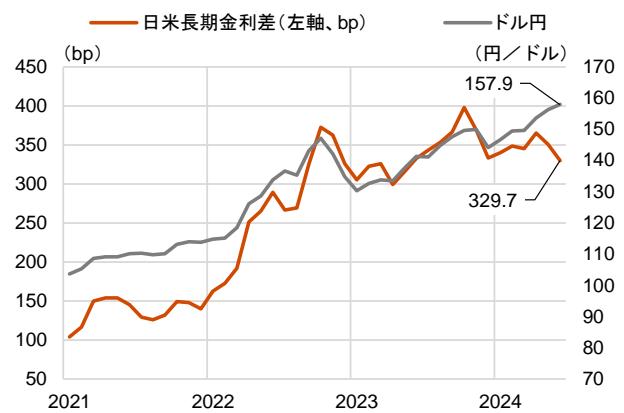
0.25%への政策金利引き上げは 3 月のマイナス金利解除とは異なり、家計・企業が直面する金利の上昇を通じて金利負担を高める。こうした金利負担の高まりは総需要の低下を伴いつつ、物価に対してもネガティブな影響をもたらすことになる。況え経済状況が続く中であればなおさらである。日銀は一刻も早く軌道修正を図るべきである。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表 1: マネーストック(M2)前年比の推移



図表 2: 日米長期金利差とドル円レートの推移



(資料) 日銀、FRB、ECB、FRED、財務省より筆者作成。

先週(7月29日(月)～8月2日(金))の振り返り：鉱工業生産(6月速報)、商業動態統計(6月速報)、完全失業率・有効求人倍率(6月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率の最新値が公表された。いずれも [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げているので詳細はそちらを参照されたい。

概要について述べると、鉱工業生産(6月速報)は前月比-3.6%と2か月ぶりの減少となった。製造工業生産予測調査の同一-4.8%、補正値の同一-6.0%よりはマイルドではあったが5月の増加分をほぼ失う形である。前年比では-7.3%と2か月ぶりの減少である。経済産業省は「生産は一進一退ながら弱含んでいる」と基調判断を維持したが、引き続き7月以降も上下を繰り返す展開となろう。業種別生産はすべての業種で低下という結果になったが、特に大きなインパクトをもたらしたのは普通自動車などの自動車工業、半導体製造装置などの生産用機械工業、そして汎用・業務用機械工業である。製造工業生産予測調査をみると、2024年7月は+6.5%、8月は+0.7%とともに上昇が見込まれている。4月から6月にかけ生産は一進一退で推移するも、1-3月期の水準が低いこともあって4-6月の前期比は2.9%と当初想定していた2%強からやや高めで着地することとなった。夏場にかけ持ち直しが期待されるが、自動車の工場稼働の動向や半導体製造装置などの動向、世界経済の動きに左右される展開となるだろう。

商業動態統計(6月速報)は、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は前年比+2.0%、卸売業は同+1.3%、小売業は同+3.7%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-2.3%、小売業が+0.6%である。経済産業省は小売業販売額の基調判断を「上昇傾向にある」と上方修正した。業態別の販売動向についてみると、百貨店販売額は前年比+13.5%、スーパーは同+0.8%、コンビニは同+1.6%、家電大型専門店は同+10.3%、ドラッグストアは同+7.5%、ホームセンターは同+4.6%と、一様に拡大するとともに、5月と比べその度合いも増した。百貨店は強めの動きが続いている。コンビニ販売額は昨年9月に前月比で減少した後に一進一退で推移している。家電大型専門店やドラッグストア・ホームセンターの前年比は持ち直しの基調が続いている。これらは定額減税などの追い風が小売業販売額の増加に影響している可能性を示唆する。なお、物価上昇率を加味した実質値の動向を試算してみると、小売業販売額は2024年に入りやや持ち直しており、特に百貨店販売は堅調だが、スーパー・コンビニといった日常品を多く扱う業態の実質値は低調であると見込まれる。

有効求人倍率(6月、季節調整値)は1.23倍となり、前月の1.24倍から低下した。3か月連続の悪化となり、COVID-19の影響が大きかった2020年3月の1.23倍以来、約4年ぶりの低水準となった。特に有効求人数、新規求人数の低下が続いている、人手不足のトレンドは持続していると考えられるものの、短期的・景気循環的には企業の求人意欲が低下しており、今後の景気悪化を示唆している可能性もある。6月の労働力人口は6,963万人(前年比+38.0万人)、就業者数は6,786万人(同+35.0万人)、完全失業者数は176万人(同+2.0万人)となった。6月の完全失業率(季節調整値)は2.5%となり、5月からわずかに低下した。

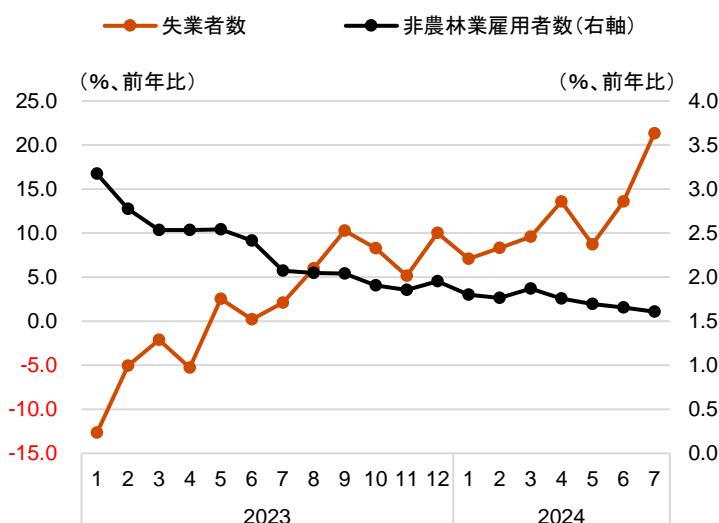
米国：米国:FOMC、雇用統計(7月)、JOLTS 求人統計(6月)、ISM 製造業景気指数(7月)

続いて米国についてみよう。FRBは7月30日・31日(現地時間)にFOMC(米連邦公開市場委員会)を開催し、政策金利であるFF(フェデラル・ファンド)レートの誘導目標を5.25～5.50%で据え置くことを8会合連続、全会一致で決定した。また保有債券の縮小ペース(国債で月250億ドル、MBSで月350億ドル)も維持した。[声明文](#)では、2%インフレ目標に向けたさらなる進展が幾分か進んだとの記述があった一方で、雇用環境含む実体経済に対する懸念についても言及された。

FRBは2%インフレ目標の確度が高まるまでは利下げを行う意思はないと考えられるものの、記者会見でも示された通り「早ければ9月に利下げは検討される」というパウエル議長の発言もあり、FRBは雇用と物価の両面をにらみつつ、利下げのタイミングを慎重に判断する構えと言えよう。

そうした意味で注目されたのが、雇用統計(7月)の結果である。非農業部門雇用者数は前月から 11.4 万人増となった。市

图表 3: 失業者数・非農林業雇用者数前年比の推移



(資料)FRED より筆者作成。

場予想(17~19 万人増)よりも弱く、失業率は 4.3% と 2021 年 9 月以来 3 年ぶりの高水準となった。图表 3 は失業者数、非農林業雇用者数の前年比の動きをみて、いるが、失業者数は 2024 年 4 月以降、前年比で 10% を超える増加が続いて 7 月には 21.3% 増となっていること、非農林業雇用者数の伸びは 7 月に 1.6% まで低下していることがわかる。

JOLTS 求人統計(6 月)は求人件数が 818.4 万件と 800 万件を上回ったが、5 月分 823 万件からはやや低下して、低下基調は続いている。

ISM 製造業景気指数(7 月)は 46.8 と 6 月の 48.5 から低下して 2023 年 11 月以来の低水準、かつ分水嶺の 50 を 4 か月連続で下回った。

以上の 7 月データの結果からすると、FRB が 9 月に利下げを選択する可能性は高まっていると言えるだろう。

ユーロ圏: GDP(2024 年 4-6 月期)、消費者物価指数(7 月)、失業率(6 月)

続いてユーロ圏についてみよう。4-6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比 +0.3% と 1-3 月期の成長率と同じだった。前年比は +0.6% となり、1-3 月期の同 +0.5% からはわずかに上昇した。外需および個人消費の増加が影響した。主要国ではドイツが前期比 -0.1% となり、ラトビアとともに前期比マイナス成長となった。フランスは前期比 +0.3%、イタリア同 +0.2%、スペイン同 +0.8% である。ドイツの成長率の弱さが目立つ結果である。

ユーロ圏消費者物価指数(7 月)は総合が前年比 +2.6%、コア指数が同 +2.9% となった。財価格の伸びの減衰は止まり、伸びは横ばいである。失業率(6 月)は 6.5% と 5 月の 6.4% からやや上昇した。

中国: 製造業 PMI(7 月)、非製造業 PMI(7 月)

最後に中国経済についてみよう。中国国家統計局が発表した 7 月の製造業 PMI は 49.4 となった。前月の 49.5 から 0.1 ポイント低下し、好不調の境目となる 50 を 3 か月連続で下回った。生産は 50 を辛うじて上回ったが、新規受注・原材料在庫・雇用・サプライヤーの納期は 50 を下回ったほか、輸出受注および輸入も、前月に続いて 50 を割り込んで着地した。また、7 月の非製造業 PMI は 50.2 となり、4 か月連続で低下しており、昨年 11 月以来の低水準となった。このうち建設業(51.2)は 3 か月連続で下落したほか、中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.0)は 7 か月連続で 50 を辛うじて維持しているが、勢いに乏しい。また、財新の 7 月の製造業 PMI は 49.8 と、昨年 10 月以来 9 か月ぶりに 50 を割り込んだ。財新の PMI における調査対象は、輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、新規受注の減少を反映した着地となつた。足元の中国経済は相変わらず長引く不動産不況に伴う需要不足に直面しており、弱含みの動きが続いている。物価にも下押し圧力がかかりやすい状況が継続しているだけに、今後の回復に向けたトレンドを丁寧に見極めていく必要があろう。

今週(8 月 5 日(月)~8 月 9 日(金))のポイント

图表 4 に今週の重要な指標、主な予定をまとめている。日本では 6 日に家計調査、毎月労働統計が公表される。6 月は定額減税の影響が顕在化し始めるタイミングであり、消費や賃金への影響がどの程度出てくるのか注目である。さらに国際収支の動向も重要だ。

米国では ISM 非製造業景気指数、貿易収支、新規失業保険申請件数、卸売在庫が公表される。景気減速が意識される中、ISM 非製造業景気指数の動きに特に注意してみていきたい。

欧州ではユーロ圏サービス業 PMI、生産者物価指数、小売売上高が公表される。中国は貿易収支に加え、最新の消費者物価指数、生産者物価指数が公表される予定だ。中国の消費者物価はプラスとはなったものの、生産者物価指数の動きは鈍く、内需の弱さもあって強いとは言えない。こうした動きに変化があるのかどうかが注目点だろう。

図表 4: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
8/5 (月)		• ISM非製造業景気指数(7月)	• ユーロ圏サービス業PMI(7月) • ユーロ圏生産者物価指数(5月)
8/6 (火)	• 家計調査(6月) • 毎月勤労統計(6月)	• 貿易収支(6月)	• ユーロ圏小売売上高(5月)
8/7 (水)	• 景気動向指数(6月)		• 中国貿易収支(6月)
8/8 (木)	• 国際収支(6月)	• 新規失業保険申請件数(6月) • 卸売在庫(6月)	
8/9 (金)			• 中国消費者物価指数(7月) • 中国生産者物価指数(7月)

2. 2024 年 8 月 12 日(月)～8 月 16 日(金)：2024 年 4-6 月期 GDP(1 次速報)最終予測／経済・物価見通しと足元の株価下落

2024 年 1-3 月期 GDP 予測：前期比年率 +1.8% を見込む／消費を主因とした下方修正

8 月 16 日に内閣府より、4-6 月期の実質 GDP(1 次速報)が公表される。[経済見通し\(第 11 号\)](#)では、同期の実質 GDP は前期比 +0.5%、年率換算で +1.9% と見込んだ。その後公表された 6 月の家計調査、毎月勤労統計、国際収支統計を踏まえ、当社は同期の実質 GDP 予測値を前期比 +0.4%、年率換算で +1.8% と若干の下方修正とした。

総務省によると、SNA ベースの家計最終支出に相当する 4-6 月の実質消費支出総額(CTI マクロ)は 102.8(2020 年 = 100)となり、1-3 月期の値(103.0)を 0.2% 下回った。これを踏まえて、実質民間最終消費支出は、前期比 +0.4% が見込まれる。経済見通し(第 11 号)では前期比 +0.5% であったため、若干の下方修正となる。実質消費は 5 四半期ぶりに増加に転じる。もっとも実質消費は、2022 年 4-6 月期から 4 四半期連続で減少し、その間の平均減少幅は -0.5% であった。これを踏まえると、4-6 月期の +0.4% はそのうちの一四半期分を取り戻したに過ぎず、消費の基調は弱いままであるといえよう。

次に、6 月の[国際収支統計](#)を踏まえると、実質輸出は前期比 +1.0% が見込まれる。経済見通し(第 11 号)時点の同 +1.2% から若干の下方修正となる。サービス輸出が下方修正された。また、経済見通し(第 11 号)で示した通り、前期(1-3 月期)の同 -5.1% の落ち込み分を僅かに取り戻すにとどまる。また、実質輸入は同 +2.7% が見込まれる。こちらも経済見通し(第 11 号)の同 +4.4% から下方修正となる。輸出入ともに下方修正され、外需の前期比寄与度は -0.6% ポイントのままだった。

また、6 月の毎月勤労統計(速報値)が公表された。調査対象企業の連続性のある共通事業所ベースにおける現金給与総額は、前年比 +5.4% となった。前月(5 月)の同 +2.6% よりも加速した。加速の背景は夏のボーナスを含む特別給与が +9.1% と大幅に伸びたことが主因である。所定内給与は +2.7% となった。前月の +2.8% に続き 2% 台後半の高い伸びとなった。今後、ボーナスの効果が剥落した後にでも名目所得の伸びが持続していくか、実質所得のプラス転換の動きが継続するかがカギとなろう。もっとも、4-6 月期のデータでは、この名目所得の増加が消費を押し上げた効果は見出しがたい。

1-3 月期の実質 GDP は、前期比年率 -2.9% と自動車の生産・販売停止に伴って経済が広範に落ち込んだ。4-6 月期は、そこからの反動増が期待されていたが同 +1.8% と期待外れの伸びにとどまった。より長期的な流れをみるために、図表 1 の 17 行目で実質 GDP の前年比をみると、2023 年 1-3 月期の +2.5% からプラス幅が鈍化し、2024 年 1-3 月期に -0.8% とマイナスに転じた。2024 年 4-6 月期も -1.3% と減少幅は拡大しており、経済の基調が弱いことを示している。

図表 1：実質 GDP の推移・予測値(2024 年 4-6 月期 1 次速報)(前期比、寄与度)

		(実績値)						(予測値)
		2022年		2023年			2024年	
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
1	実質・国内総生産(前期比)	0.4	1.2	0.9	▲ 1.0	0.0	▲ 0.7	0.4
2	同(前期比・年率)	1.5	4.7	3.7	▲ 4.0	0.1	▲ 2.9	1.8
3	内需(寄与度)	0.0	1.3	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.3	1.1
4	民需(寄与度)	▲ 0.2	1.2	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 0.3	0.5
5	民間最終消費支出	0.1	0.7	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.7	0.4
6	民間住宅	0.5	0.8	1.6	▲ 0.9	▲ 1.5	▲ 2.9	2.4
7	民間企業設備	▲ 1.2	2.5	▲ 2.1	▲ 0.1	2.0	▲ 0.4	1.2
8	民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	0.3	0.3
9	公需(寄与度)	0.2	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3
10	政府最終消費支出	0.6	0.1	▲ 0.4	0.2	▲ 0.1	0.2	0.3
11	公的固定資本形成	0.4	2.2	2.4	▲ 2.1	▲ 2.4	▲ 1.9	3.9
12	外需(寄与度)	0.3	▲ 0.2	1.7	▲ 0.1	0.2	▲ 0.4	▲ 0.6
13	輸出	0.7	▲ 2.4	3.8	0.3	2.8	▲ 5.1	1.0
14	輸入	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 3.6	0.9	1.8	▲ 3.3	4.2
15	名目 GDP	1.9	2.2	2.6	▲ 0.2	0.7	0.1	0.8
16	GDP デフレーター(前年同期比)	1.5	2.5	3.9	5.1	4.3	4.0	2.7
17	実質 GDP(前年同期比)	0.8	2.5	2.3	1.4	1.1	▲ 0.8	▲ 1.3

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

上記で確認したように 6 月までの経済指標では、所得拡大が消費拡大につながるという好循環が生じている様子はみられず、物価へも下押し圧力が高まっている。しかしながら、7 月末に日本銀行は今後好循環が生じることを見越して、利上げとバランスシートの縮小に踏み切った。また 7 月末の植田総裁の記者会見では、0.25% の利上げや国債買入の減額により先 2 年で 7~8% 程度のバランスシートの縮小は、景気にマイナスの影響を及ぼさないとの見方を示した。これは利上げについては一部で 1% 程度ともされる中立金利まで利上げを実施したとしても景気に対して中立的であるとの見方、国債買入の減額については毎月の買入額よりもこれまでに買い入れた国債の残高が経済・物価に影響を与えるとするストック効果を重視した見方に基づいているといえよう。

しかし、今回示された利上げ見通しは、足元の経済・物価動向からするとあまりに性急すぎるものである。今回示された利上げペースは、家計や企業が想定しているものよりも相当早いとみられる。そうした利上げは金利負担の増加等を通じて、家計の消費・住宅投資、企業の設備投資にマイナスの影響をもたらす。また、バランスシートの規模についても 2 年後に月額 3 兆円程度まで減額され、その後もそれが維持された場合、2 年後の 2026 年度以降も数年にわたり規模が縮小し続ける公算が大きい。足元、所得と支出の好循環が生じる前の連続利上げ・量的縮小方針は時期尚早であったといえよう。7 月末の日本銀行の利上げ後に株式市場が大幅に下落し、円高が進展している。先週は日本銀行から金融市場が不安定な間は利上げを実施しない旨の発言があり、更なる株価下落は回避されている。もっとも株価下落の根底にあるのは、上記の日本銀行の経済・物価見通しである。このため、日本銀行が経済・物価見通しを修正しない限り、拙速な金融引き締めを起因とした株価下落による経済・物価への下押し圧力は残り続けることに留意が必要である。早期の経済・物価見通しの修正が期待される。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト、伊藤 篤)

先週(8 月 5 日(月)~8 月 9 日(金))の振り返り : 国際収支(6 月)、家計調査(6 月)、景気動向指数(6 月速報)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では国際収支統計、家計調査、景気動向指数が公表された。国際収支統計は [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げているので詳細はそちらを参照されたい。

概要について述べると、2024 年 6 月の国際収支統計において、経常収支(季節調整済値、以下同)は +1 兆 7,763 億円となった。前月(5 月)から 6,299 億円のプラス幅縮小となった。6 月の経常収支の内訳をみると、貿易・サービス収支が -8,063 億円(前月比 -829 億円)となった。また、サービス収支は季節調整値では -3,658 億円(前月比 -1,171 億円)とマイナス幅が拡大した。第一次所得収支(季節調整値)は、+2 兆 9,566 億円(前月比 -4,011 億円)となった。原数値では前年比でプラス幅を拡大した。8 月以降、足元の円高が継続した場合、輸出、サービス収支、第一所得収支に押し下げの影響が出てくるかに注目である。

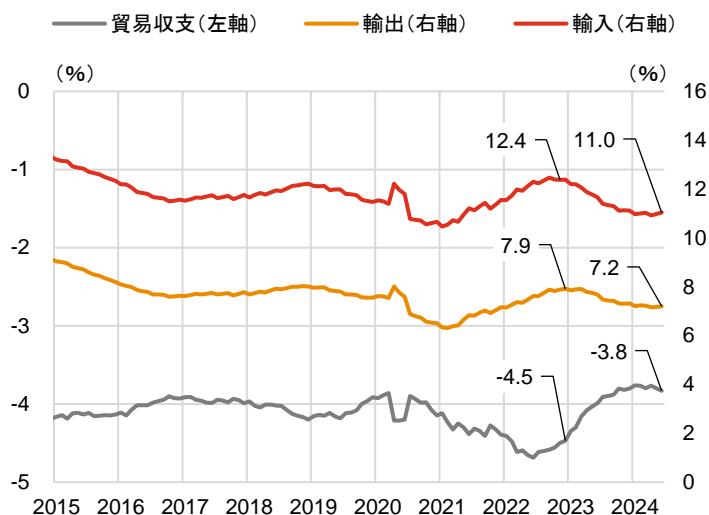
6 月の家計調査では、実質消費支出が前年比 -1.4%、前月比では +0.1%、名目消費支出が前年比 +1.7%、前月比で +0.3% となり、物価上昇が続く中、実質消費は減少となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕などの住居、電気代・ガス代などの光熱・水道、通信・自動車等関係費の交通・通信が消費の減少に寄与した。一方で家具・家事用品、食料、被服及び履物、教育が消費拡大に寄与した。

内閣府から 2024 年 6 月の景気動向指数が公表された。6 月の CI 速報値(2020 年 = 100)は先行指数 108.6(前月 111.2)、一致指数 113.7(同 117.1)、遅行指数 106.7(同 108.2)となった。先行指数は 5 月から 2.6 ポイント下降して 2 か月ぶりの下降、一致指数は 5 月から 3.4 ポイント下降して 4 か月振りの下降、遅行指数は 5 月から 1.5 ポイント下降して 3 か月ぶりの下降となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3 か月後方移動平均や 7 か月後方移動平均の前月差をみると、CI 一致指数の 3 か月後方移動平均は 0.17 ポイント下降し 3 か月振りの下降、7 か月後方移動平均は 0.16 ポイント下降し、こちらは 2 か月ぶりの下降となった。今回の結果を受けて、CI 一致指数から機械的に導かれる基調判断は「下げ止まりを示している」で維持された。

米国:ISM 非製造業(7 月)、貿易統計(6 月)

続いて米国についてみよう。ISM 非製造業景気数(7 月)は 51.4 と、6 月の 48.8 から上昇した。雇用指数が 51.1 と前月の 46.1 から拡大した。新規受注、価格指数も押し上げた。

図表 2: 貿易収支・輸出・輸入の推移(対名目 GDP 比)



6 月の貿易統計では、輸出は前月比 +2.6% で 1,742 億ドルとなった。資本財や民間航空機が増加し、自動車・部品・エンジン等は減少した。また、輸入は +0.7% で 2,716 億円となった。消費財や医薬品製剤などが増加した。この結果、貿易収支は前月比 -2.5% の 974 億ドルのマイナスとなった。

やや長めに振り返ると、図表 2 にある通り、対名目 GDP 比でみた貿易収支は 2022 年末には -4.5% であったが、その後マイナス幅が縮小し、2024 年 6 月には -3.8% となった。この間、輸出は 7.9% から 7.2% へと減少した。世界経済の緩やかな回復を反映しているとみられる。また、輸入も米国内経済の鈍化等から 12.4% から 11.0% へと低下している。貿易収支のマイナス幅は、COVID-19 の影響を受けた 2021 年から 2022 年を除き 4% 前後で推移している。

(資料) FRED より筆者作成。

ユーロ圏: サービス業 PMI(7 月)、ユーロ圏小売売上高(6 月)、生産者物価指数(6 月)

続いてユーロ圏についてみよう。7 月のユーロ圏総合購買担当者景気指数(PMI)改定値は 50.2 となり、前月の 50.9 から低下した。6 月のユーロ圏小売売上高は、前月比 -0.3% となった。自動車燃料で増加したものの、食料・飲料・たばこ、自動車燃料を除く非食品で減少した。6 月のユーロ圏生産者物価指数は前月比 -0.5%、前年比 +1.8% となった。エネルギー価格が前月比 -1.8% となり、3 か月連続で減少した。機械などの資本財、化粧品などの非耐久消費財は増加した。

中国: 貿易収支(7 月)、消費者物価指数(7 月)、生産者物価指数(7 月)

最後に中国経済についてみよう。貿易収支(7 月)は、輸出が前年同月比 +7.0% の 3,005.6 億ドルとなり、伸びは鈍化したものの、4 か月連続プラスで推移した。輸入は同 +7.2% 増の 2,159.1 億ドルとなり、2 か月ぶりにプラスとなった。米国による対中輸出規制の強化を見越して前倒しで手当てる動きが顕在化したものとみられる。

物価動向をみると、消費者物価指数(7 月)は前年同月比 +0.5% となった。前月の同 +0.2% から加速し、6 か月連続のプラスとなった。食肉需要の約 6 割を占める豚肉がさらに上昇したほか、高温や降雨の影響から野菜がプラスに転じるなど、食品価格の回復が主たる要因となっている。また、生産者物価指数(7 月)は前年同月比 -0.8% となった。前月の同一 -0.8% から横ばいで推移し、2022 年 9 月以降 22 か月連続で前年同月比マイナスの状況が続いている。国内の需要は伸び悩みを続けているうえ、今後は生産過剰の問題がさらに深刻化し、デフレ圧力が一層高まる可能性もある。国内外の需要動向や資源の国際価格の動向も睨みつつ、物価動向を注視していく必要がある。

今週(8 月 12 日(月)～8 月 16 日(金))のポイント

図表 4 に今週の重要な指標、主な予定をまとめている。日本では 4-6 月期の実質 GDP、6 月の鉱工業生産(確報値)、第 3 次産業活動指数、7 月の企業物価指数が公表される。米国では景気減速が懸念されている。消費関連として、7 月の小売売上高、8 月のミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。景気動向として、8 月のニューヨーク連銀製造業景気指数、フィラデルフィア連銀製造業景気指数も公表される。また住宅建築許可件数、住宅着工件数が公表される。物価面では 7 月の消費者物価指数、生産者物価指数、輸入物価指数が公表される。欧州ではユーロ圏 ZEW 景況感指数、鉱工業生産、貿易収支が公表される。また、GDP の改定値も公表される。中国では小売売上高、鉱工業生産といった 7 月の重要な指標が公表される。いずれも内外の経済・物価動向を確認する上で重要な指標となる。

図表3:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
8/12 (月)		・生産者物価指数(7月)	
8/13 (火)	・国内企業物価指数(7月)	・消費者物価指数(7月)	・ユーロ圏ZEW景況感指数(8月)
8/14 (水)			・ユーロ圏鉱工業生産(6月) ・ユーロ圏実質GDP (4-6月期、改定値)
8/15 (木)	・実質GDP(4-6月期) ・鉱工業生産(6月、確報値)	・小売売上高(7月) ・輸入物価指数(7月) ・ニューヨーク連銀製造業景気指数(8月) ・フィラデルフィア連銀製造業景気指数 (8月)	・中国小売売上高(7月) ・中国鉱工業生産(7月)
8/16 (金)	・第3次産業活動指数(6月)	・住宅建築許可件数(7月) ・住宅着工件数(7月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(8月)	・ユーロ圏貿易収支(6月)

3. 2024 年 8 月 19 日(月)～8 月 23 日(金)：自民党総裁選候補者の経済政策と日本経済のゆくえ

自民党総裁選候補者の経済政策と日本経済のゆくえ

8 月 14 日に岸田首相が 9 月の自民党総裁選への不出馬を表明した。記者会見によれば、自民党が変わる姿、新生自民党を国民の前にしっかりと示すことが必要であり、自民党が変わることを示す最もわかりやすい最初の一歩は岸田首相が身を引くことであるため、不出馬を決めたとのことである。

当面の経済政策を考えるにあたり、日本経済のどのような側面に着目すべきか。第 1 に強調したいのは、日本経済は未だデフレ経済から完全に脱却できていないということである。本レポートの次頁で具体的に紹介しているとおり、2023 年 7-9 月期以降ほぼ前期比マイナス成長が続いている日本経済は、2024 年 4-6 月期によくやくプラス成長となった。だが前年比でみた成長率は依然としてマイナスが続いている、消費を中心とした国内需要の堅調な回復が見いだせない状態にある。欧米諸国を中心としたグローバルインフレの影響を受ける中、好調な企業利益を背景に、春闘では 2 年連続の 30 年ぶりの賃上げ率が達成され、所得拡大の圧力はここ 30 年の間で最も強まっている。定額減税の影響もあり、可処分所得も一時的にせよ拡大が見込まれる中、所得の拡大は生じているものの、未だ所得の拡大から消費の拡大への流れは観察できず、さらに消費の拡大を含む総需要の増加が物価上昇圧力となってさらなる所得拡大、消費の拡大へつながる動きもみえていない。

そして第 2 に強調したいのが、これまでデフレ経済からの完全脱却を主導してきた内外の力が反転しつつあるということだ。日銀は 3 月会合で、これまでの金融緩和政策を転換し、7 月会合では政策金利の 0.25%への引き上げと国債買入れ額の減額という形で金融引き締め路線をより明確にした。さらに海外経済に目を転じると、米国や欧州といったグローバルインフレの影響を大きく受けている諸国のインフレ率が低下し経済環境が悪化する中で、これら国・地域の金融政策は引き締めから緩和へと転換しつつある。30 年間続いたコストカット型、縮小均衡型、デフレ型経済からの脱却を確かなものとするには、賃上げや投資増の流れを持続・加速させ、総需要が総供給を上回る高圧経済を 30 年間の停滞を打ち消すに足る期間、少なくとも続けることで、生産性といった日本の供給力の改善も進めるしか道はない。日銀の利上げ路線継続という国内経済悪化圧力、海外からの金融緩和圧力の結果として生じるであろう円高圧力、この 2 つの圧力を許容しつつ、デフレ型経済からの完全脱却を目指すのであれば、減税や政府支出増を伴う積極財政による内需拡大政策が当面必要となるのは明らかである。

以上の目線で自民党総裁選の候補者と目されている人々の経済政策スタンスをざっくりと区分すると、積極財政、そして拙速な金融引き締めに反対のスタンスと目される高市氏と、財政健全化および早期の金融引き締めを主張する他の候補者という二軸に分かれる。

その他候補者が自民党総裁および首相の座についた際には、財政政策・金融政策の引き締めが強化される公算が高いだろう。為替レートは米国の財政政策が拡張的に運営される限り、FRB の利下げ路線が持続する期間は短期間となる可能性もある。そうすると、再び円安の流れが強まる中、日銀は日本経済の様子をみつつ断続的に利上げを進め、政府は最低限の減税策や価格抑制策は継続するも大胆な財政出動に踏み切ることはない、といった状態が想定される。

逆に高市氏が自民党総裁となつた場合はどうなるだろうか。積極財政でデフレ経済からの完全脱却を主導し、日本経済の動向に則した形での金融政策の転換が成功裏に進めば、マイルドなインフレ率の下で日本経済は 30 年來の停滞から完全に脱却できるかもしれない。もちろん、積極財政を支持し拙速な金融引き締めに反対することは高市氏の専売特許ではない。デフレ経済からの完全脱却の最大のチャンスをしっかりと活かす候補者が総裁となることを切に希望するものである。

(PwC Intelligence 上席執行役員、チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(8 月 12 日(月)～8 月 16 日(金))の振り返り：国内企業物価指数(7 月)、実質 GDP(2024 年 4-6 月期・1 次速報)、第 3 次産業活動指標(6 月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では国内企業物価指数(7 月)、実質 GDP(2024 年 4-6 月期・1 次速報)、第 3 次産業活動指標(6 月)が公表された。

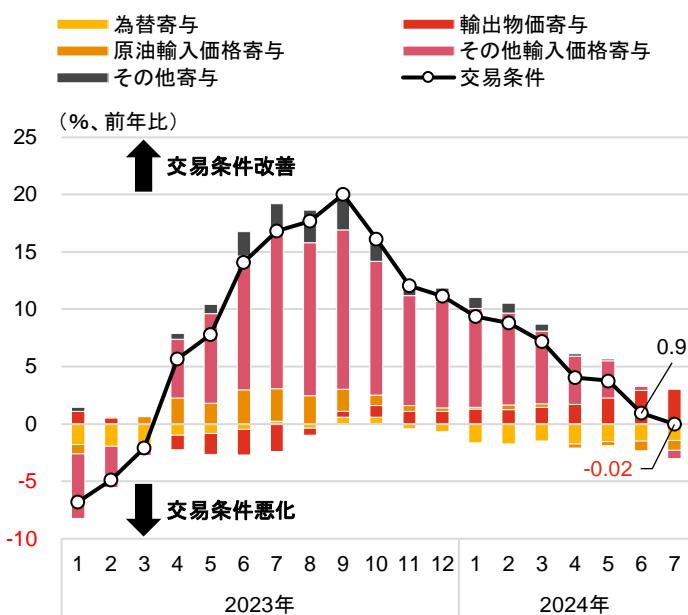
国内企業物価指数(7 月)は前月比 +0.3% (前年比 +3.0%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比 +0.2% (前年比 +10.8%)、契約通貨ベースで同 +0.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比 +0.5% (前年比 +10.8%)、契約通貨ベースで同 +0.4% となった。

実質 GDP(2024年4-6月期・1次速報)は、前期比成長率が+0.8%(年率+3.1%)となった。名目 GDP 成長率は同+1.8%(年率+7.4%)、GDP デフレーターは同+1.0%、前年比+3.0%となった。

実質 GDP 成長率は2四半期ぶりのプラス成長となったが、図表2にまとめているとおり、前年比ではマイナス成長が続いている。前期比でプラス成長となったのは1-3月期の落ち込みからのリバウンドの影響が大きい。前期比成長率の押し上げ要因となったのは民間消費の改善(寄与度+0.5%ポイント)であり、民間企業設備や公需もプラス成長に寄与している。前年比では民間企業設備の寄与が大きく、輸出の伸び悩みもあって純輸出の寄与がマイナスであることが前年比で見たマイナス成長に影響している。今後のポイントは、堅調な民間企業設備の勢いが持続して生産(所得)の拡大に結びつくか、また図表3にあるとおり、実質雇用者報酬の拡大が民間消費の本格増に結び付くかといった点であろう。

第3次産業活動指数(6月)は前月比-1.3%と3か月ぶりの低下となった。内訳をみると、広義対個人サービスは同一0.5%、広義対事業所サービスは同一-1.2%となり、卸売業、運輸業・郵便業といった業種の低下が全体に大きく寄与している。

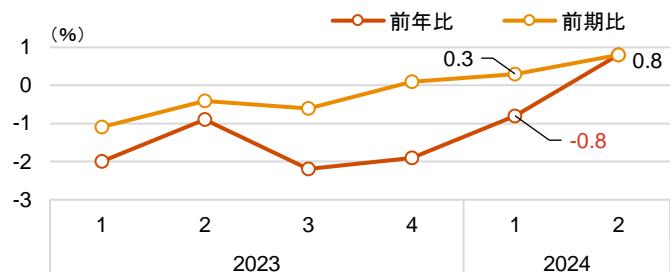
図表1:交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



図表2:実質 GDP 成長率と各項目の寄与度

	前年比	前期比
実質 GDP	-0.8	0.8
民間消費	-0.1	0.5
民間住宅投資	-0.1	0.1
民間企業設備	0.4	0.2
公需	0.2	0.2
在庫投資	-0.5	-0.1
純輸出	-0.7	-0.1

図表3:実質雇用者報酬の推移



(出所)日本銀行、内閣府より筆者作成。

米国:生産者物価指数(7月)、消費者物価指数(7月)、小売売上高(7月)、住宅着工件数(7月)、住宅建設許可件数(7月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(8月)

続いて米国についてみよう。生産者物価指数(7月)は前月比+0.1%、前年比+2.2%となった。伸びは前月比・前年比ともに6月(+0.2%、+2.7%)を下回っている。サービス価格の低下が伸びの鈍化に影響した。生産者物価指数の動きは半年程度のラグを経て消費者物価指数の動きに影響するが、今回の結果からは消費者物価指数の伸びが鈍化することが示唆される。消費者物価指数(7月)は前年比+2.9%と6月の同+3.0%から鈍化し、2021年3月以来の低い伸びとなった。食料及びエネルギーを除く総合指数(コア指数)は同+3.2%となり、こちらも6月の同+3.3%からは鈍化している。米国の消費者物価の上昇を支えているのは良好な雇用環境を背景としたサービス価格の上昇であるが、こちらも着実に鈍化が進む。生産者物価指数、消費者物価指数の結果からは、FRBは物価動向よりも雇用環境を含めた実体経済の動きに配慮した金融政策を行うことが可能になってきている。

景気減速懸念が高まる中で公表された小売売上高(7月)は、前月比+1.0%と市場予想の同+0.4%を上回る結果となった。小売売上高は5月、6月と低調な状況が続き、7月雇用統計の結果が芳しくなかったことによって、さらなる消費減速が心配されていたが、そうした懸念が一応は払しょくされた形である。ただ7月の結果は自動車の反動増による部分が大きく、自動車、ガソリン、外食、建設資材を除くコア小売売上高は同+0.3%となっており、物価上昇分を除いた実質ベースでは減少が続いている。

住宅着工件数(7月)は前月比-6.8%の123.8万戸となり、2020年6月以降で最低の水準となった。住宅建設許可件数(7月)も同一-4%の139.6万戸と住宅着工件数同様に2020年6月以降で最低の水準である。FRBの利上げに伴う住宅ローン金利上昇が住宅需要を押し下げるとともに、原材料費や人件費の高止まりも住宅市場の低迷に影響している。

ミシガン大学消費者信頼感指数(8月速報値)は67.8と5か月ぶりに上昇した。ただし持ち直しの度合いはわずかであり、今年に入り低下基調であることには変わりがない。インフレ期待は短期(1年先)は2.9%、中長期(5~10年先)は3.0%と前月と同じ結果であった。

全体として米国経済は実体経済の調整がジワジワと進む中で2%の物価安定に向けて着実に進行していると言えるだろう。

ユーロ圏: ZEW景況感指数(8月)、鉱工業生産(6月)、貿易収支(6月)

続いてユーロ圏についてみよう。ZEW景況感指数(8月)は17.9と7月から25.8ポイントの大幅減となった。ドイツは19.2とこちらも7月から22.6ポイントの大幅減である。先行きの景気動向への不安が広がっている。鉱工業生産(6月)は前月比-0.1%(5月は同一-0.9%)と減少が続いた。非耐久消費財(同一-2.5%)の減少が影響した。貿易収支(6月)は223億ユーロのプラスとなった。輸出は前年比-6.3%、輸入は同一-8.6%であり、輸入の減少が貿易収支のプラスにつながった。

中国: 小売売上高(7月)、固定資産投資(7月)、鉱工業生産(7月)

最後に中国経済についてみよう。7月の小売売上高は前年同月比+2.7%となり、前年同月が低調であった反動もあり前月の同+2.0%から加速したが、引き続き低水準で着地した。足元の消費の伸びを牽引する「外食」は同+3.0%と前月の同+5.4%から加速したが、うち一定規模以上は、客単価の下落に伴い同一-0.7%とマイナスに転落した。「商品」は、食品や飲料などが堅調に伸びた一方で、アパレルや化粧品、自動車類のほか、オフィス用品や建築内装材もマイナスの推移を続けた結果、同+2.7%となった。1-7月期の固定資産投資は前年同期比+3.6%と、1-6月期の同+3.9%からさらに減速して着地した。最大のネックである不動産セクターで打ち出された政策効果はいまだ顕在化しておらず、不動産(同一-10.2%)のマイナス幅はさらに拡大した。インフラ(同+4.9%)および製造業(同+9.3%)は4か月連続で減速したが、製造業は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、引き続き高水準を維持している。7月の鉱工業生産は前年同月比+5.1%となり、前月の同+5.3%からさらに低下したが、消費や投資と比較すると高い水準で推移している。分野別にみると、鉱業(同+4.6%)およびエネルギー関連(同+4.0%)が伸び悩むなか、製造業(同+5.3%)が全体を牽引している。足元の中国経済は、個人消費の伸び悩みと長引く不動産不況の影響から減速している中、2024年のGDP成長率「5%程度」の目標必達に向けて、中央政府主導による製造業やインフラ投資の促進のほか、消費拡大に向けた追加施策も展望され、今後の動向が注目される。

今週(8月19日(月)~8月23日(金))のポイント

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では機械受注、通関ベース貿易統計、消費者物価指数の最新値がそれぞれ公表される。機械受注は先行きの設備投資の動向を把握する上で重要であるし、貿易統計は輸出動向、特に景気減速が懸念される米国向け輸出、それから回復が鈍い中国向け輸出の2つの結果が注目だ。消費者物価指数は前年比+2%台での推移が予想されるが、2か月連続で+2%割れとなった食料・エネルギー除く総合(欧米型コア)が2%台へと再び復帰するのか否かに注目したい。米国では住宅販売件数とPMIの結果が公表される。23日(金)にパウエル議長がジャクソンホール会議で講演を行うが、足元の経済動向の評価と、政権交代を見据えた上で今後の金融政策をどう運営していくのか、そうした点へのヒントとなる講演になるのではないかと筆者は期待している。ユーロ圏については8月のPMIの結果が気になるところである。

図表 4: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
8/19 (月)	・機械受注(6月)		
8/20 (火)			・ユーロ圏消費者物価指数(7月改訂)
8/21 (水)	・通関ベース貿易統計(7月)		
8/22 (木)		・中古住宅販売件数(7月) ・製造業PMI(8月) ・サービス業PMI(8月)	・ユーロ圏製造業PMI(8月) ・ユーロ圏サービス業PMI(8月) ・ユーロ圏消費者信頼感(8月)
8/23 (金)	・消費者物価指数(7月)	・新築住宅販売件数(7月) ・パウエル議長講演(ジャクソンホール)	

4. 2024年8月26日(月)～8月30日(金)：雇用失業率と欠員率から日米金融政策を考える

雇用失業率と欠員率から日米金融政策を考える

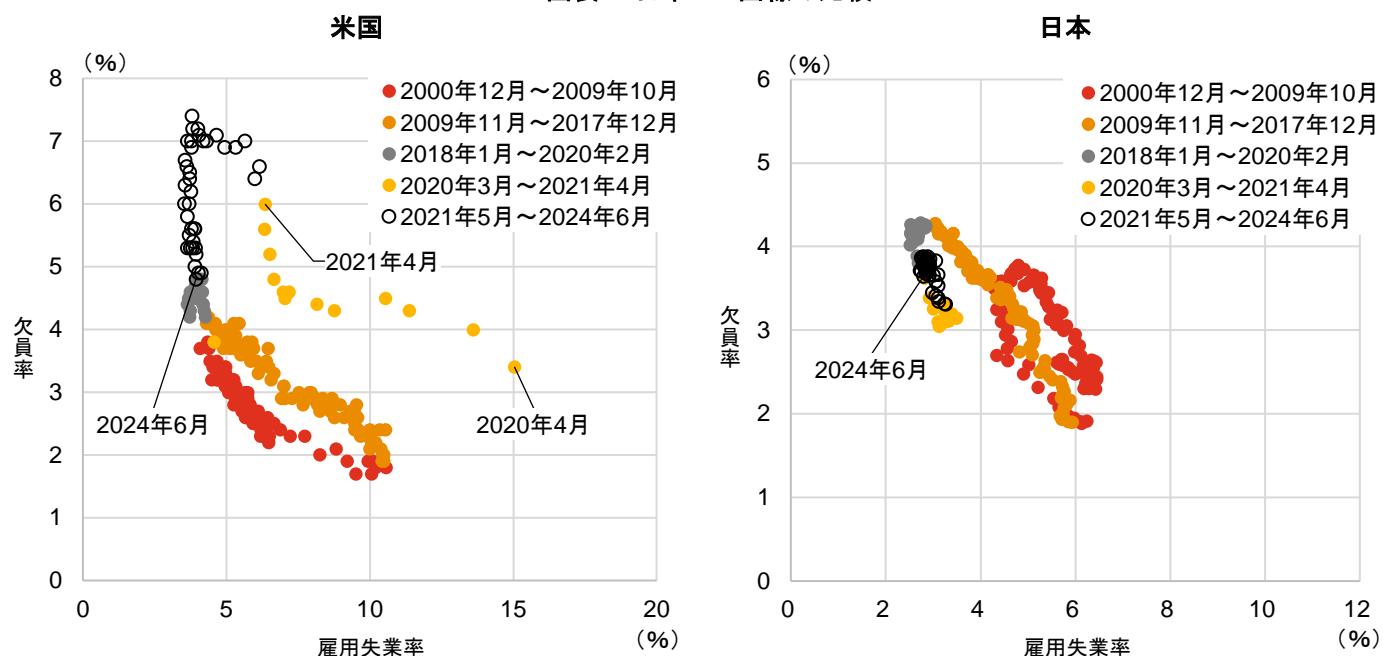
8月23日、米FRB(連邦準備制度理事会)のパウエル議長は、ワイオミング州ジャクソンホールで毎年開催される経済シンポジウム(ジャクソンホール会合)で講演し、「政策を調整すべきときが来た」として、9月会合で利下げを行う可能性を強く示唆した。足元の米国経済の状況をみると、小売売上高や消費者態度指数といった消費や消費マインドを示す指標を中心に市場予想を上回る改善が続いている。また利下げが意識される中で住宅ローン金利も低下が進んでいることもあって、新築住宅販売件数や中古住宅販売件数も改善が進んでいる。一方、FRBが物価とともに重視する雇用環境は悪化している。雇用統計は年次改定で下方修正となり、特に3月時点の雇用者数は80万人を超える下方修正となつた。失業率も過去の米国経済と比べると深刻とは言えないが、3%台から足元では4.3%まで上昇している。物価が2%の目標に戻る確度が増している中で、今後は労働市場の状況を含む実体経済により配慮した金融政策を行うことだろう。

こうしたFRBの認識は、ジャクソンホール会合で発表された研究からもうかがい知ることができる。図表1はジャクソンホール会合で報告された論文の一つであるBenigno and Eggertsson(2024)に掲載されている米国のUV曲線と日本のUV曲線とを比較している。UV曲線とは雇用失業率(U)と欠員率(V)の関係を示したものであり、一定の期間を経て橙円を描くように変化することが知られている。欠員率が高まるほど労働市場は逼迫(需要超過)しており、雇用失業率が高まるほど労働市場は悪化(供給超過)することになる。

さて米国についてみると、2000年12月～2009年10月、2009年11月～2017年12月にかけて雇用失業率と欠員率は橙円を描くように変動していたが、COVID-19の影響が深刻化した2020年3月～2021年4月に雇用失業率は大幅に上昇した。雇用失業率の低下が進む中で欠員率は上昇していき、COVID-19後のペントアップ需要や供給制約・エネルギー価格の上昇により物価が高騰した2021年5月以降の時期に入ると、雇用失業率は悪化せず欠員率のみが低下する状況となつた。FRBは2022年3月から2023年7月にかけて利上げを進めたが、ちょうどこの時期は利上げの影響が欠員率の低下にはつながつたものの、雇用失業率の悪化という形で労働市場の悪化に具体的に結びついていなかったという訳である。

ただしこうした状況が今後続く可能性は低いというのがFRBの判断である。図表からもわかる通り、2024年6月の欠員率

図表1:日米UV曲線の比較



(注)雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)、

欠員率=(有効求人人数-就職件数)/(有効求人人数-就職件数+雇用者数)

(出所)米労働省、厚生労働省より筆者作成。米国の図はBenigno and Eggertsson(2024)のfig20に対応。

は 4.9% と 2021 年 5 月以降で最低となっており、今後は 2000 年 12 月～2009 年 10 月、ないし 2009 年 11 月～2017 年 12 月のように、さらなる欠員率の低下は雇用失業率の上昇につながる可能性が高い。米国の物価が 2% に向けて順調に伸びを弱める中には、雇用環境の悪化に対して利下げという形で FRB は対応することを決めたことであろう。

さて **図表 1** には日本の UV 曲線を合わせて掲載している。日本の場合は、COVID-19 後に大幅に雇用失業率が上昇したり、欠員率が高まるということではなく、足元では雇用失業率は 2.8% 程度、欠員率は 3.6% となっている。日銀の植田総裁は経済・物価情勢が見通しに沿って動けば引き続き政策金利を上げていくとのスタンスだが、足元の欠員率や雇用失業率は 2018 年 1 月～2020 年 2 月ほど逼迫しておらず、少なくとも労働市場の状況からは政策金利を引き上げる必要性はないと言えよう。

日本の経済・物価の現状および先行きから日銀が政策金利を引き上げる合理性は乏しいと筆者は考えるが、労働市場からみても日銀の判断は合理性が乏しいし、FRB の政策運営の考え方とも大きく異なっているのである。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

先週(8月19日(月)～8月23日(金))の振り返り：機械受注(6月)、通関ベース貿易統計(7月)、消費者物価指数(7月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では機械受注(6月)、通関ベース貿易統計(7月)、消費者物価指数(7月)が公表された。それぞれ [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているので以下概要について述べよう。

機械受注(6月)は、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比 -6.0% となった。2か月ぶりに減少し、3兆 531 億円となった。以下、各需要者別に確認すると、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、6月に前月比 +2.1% となり、8,761 億円となった。業種別にみると、製造業が同一 -0.3% の 4,224 億円、非製造業(船舶・電力を除く)が同 +2.4% の 4,504 億円となった。内閣府は、6月の基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」で維持した。「官公需」は、6月に前月比 +13.9% となった。3か月ぶりの増加となった。「その他官公需」、地方公務で増加した一方、防衛省、国家公務等で減少した。「外需」は、6月に +2.0% となり、3か月連続で増加した。電子・通信機械、原動機等で減少したものの、船舶、産業機械等で増加した。「代理店」は、6月に同一 -0.5% となり、3か月連続で減少した。原動機、道路車両等で増加したものの、産業機械、電子・通信機械等で減少した。

概要を述べると、通関貿易収支(6月)については、輸出金額(名目、原数値)は 9兆 2,086 億円、前年比 +5.4% と 7か月連続で増加した。業種別では、輸送用機器が前年比 +0.8% (寄与度 +0.2% ポイント(以下、ppt)) となった。輸送用機器は 2桁増が続いていたが、6月は大幅に鈍化した。自動車は増加した一方で、船舶が押し下げた。電気機器は同 +7.4% の増加となった。寄与度では +1.2ppt となり、うち半導体等電子部品は +0.4ppt 押し上げた。また、一般機械が同 +3.5% (寄与度 +0.6ppt) となり、半導体等製造装置が寄与度 +1.2ppt と増加した。一般機械、電気機器はそれぞれ 7か月連続で増加した。輸入金額(同)は 8兆 9,846 億円となり、前年比 +3.2% と 3か月連続で増加した。寄与度がもっとも大きかったのは一般機械で、前年比 +19.9% (寄与度 +1.9ppt) となった。電算機類(含む周辺機器)、原動機が増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料は同一 -2.3% (同一 -0.5ppt) と 3か月ぶりに減少した。以上から貿易収支(原数値)は 2,240 億円となり、3か月ぶりにプラスとなった。なお、季節調整済値では、輸出が 8兆 9,607 億円(前月比 -0.2%)、輸入が 9兆 7,775 億円(同 +1.6%) となり、貿易収支は -8,168 億円(同 +26.8%) とマイナスであった。

全国消費者物価指数(6月)は、総合で前年比 +2.8%、生鮮除く総合で同 +2.6%、生鮮・エネルギー除く総合で同 +2.2% と 2% を上回った。一方で食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)で同 +1.9% と引き続き 2% を下回る結果となった。5月と比べ生鮮除く総合、生鮮エネ除く総合、食料エネ除く総合の伸びは高まり、伸びが弱まった 5 月の動きから 6 月はやや持ち直している。なお、エネルギー価格の前年比は +7.7% と引き続き加速した。内訳をみると、電気代、ガソリン代の伸びはわずかにマイルドとなった一方で、都市ガス代、プロパンガスは前年比マイナスであった 5 月から 6 月はそれぞれ前年比 +3.7%、同 +0.2% と前年比プラスに転じたことが影響している。これは電気・ガス負担軽減策の終了・縮小による。エネルギー価格の前年比は引き続きプラスで推移することが予想される。6月も 5月に引き続き欧米型コア指数の前年比は +1.9% と 2% を下回っている。日銀はこうした情勢下で、7月 30 日・31 日の金融政策決定会合にて、国債買入れ額を月 6兆円ベースから減額することを表明しているが、こうした政策がタイムラグを伴いつつ、黄色信号が灯っている物価情勢にどの程度の影響を及ぼすかが今後の注目点となるだろう。

米国: 中古住宅販売件数(7月)、新築住宅販売件数(7月)、製造業・サービス業 PMI(8月)

続いて米国についてみよう。新築住宅販売件数(7月)は年率で 10.6% 増の 73.9 万と急増した。また 6 月の結果は 66.8 万件へと上方修正された。中古住宅販売件数(7月)も当初予想を超えて増加し、4 か月連続の減少を脱した。ただ住宅着工件数や建設許可件数は減少しており、住宅市場に関するデータが一様に拡大している訳ではない。

ただ住宅販売件数の増加の背景には、住宅ローン金利の低下も影響しているだろう。30 年固定金利住宅ローンの平均金利は先週に 6.46% まで低下して、2023 年 5 月以来の低水準となった。FRB が 9 月に利下げを行う可能性を強く示唆したこともあり、今後も住宅ローン金利は低下が続くことが見込まれる。これらは住宅市場の改善を通じ、米国経済を下支えすることになる。

8 月の米国 PMI(総合購買担当者景気指数)速報値は、54.1 となり 7 月の 54.3 からわずかに低下した。内訳をみると、製造業 PMI は 48.0 と 7 月の 49.6 から低下が進んだ。サービス業 PMI は 55.2 と 7 月の 55.0 からわずかに上昇した。PMI の結果は、米国の景気減速の程度が(仮にあったとしても)それほど大きいものではないことを示唆する。雇用動向に留意して利下げを行うことは、物価上昇への懸念が低い現状では正当化されるであろう。

ユーロ圏: 消費者物価指数(7月改訂)、製造業・サービス業 PMI(8月)、消費者信頼感(8月)

最後にユーロ圏についてみよう。消費者物価指数(7月改訂)は前年比 +2.6%、前月比 +2.5% と速報値と同様の結果になった。品目別にみると、サービス価格が前年比 +4.0% と伸びが大きく、食品・アルコール・たばこが同 +2.3%、エネルギーが同 +1.2% となっている。エネルギーおよび食品を除くコア指数は前年比 +2.9% となった。

ユーロ圏 PMI(8 月速報値)は製造業とサービス業を含めた総合で 51.2 となり、7 月の 50.2 から上昇した。内訳をみると、サービス業 PMI が 7 月の 51.9 から 8 月に 53.3 と上昇したことが大きく影響している。既存の受注の需要が回復していること、新規事業指数が大きく上昇していることが背景にある。製造業 PMI は 7 月の 45.8 から 8 月には 45.6 とわずかに低下し、分水嶺である 50 を引き続き下回った。生産の先行きが悪化し、雇用指数も 7 月の 47.0 から 8 月には 46.6 と低下している。PMI の結果にはパリ五輪を受けたフランスのサービス業の業況拡大の影響が含まれており、改善は一時的となる可能性がある。物価上昇圧力は根強く、ECB は引き続き慎重な政策運営が求められる。

消費者信頼感(8月)は -13.4 となり、7月の -13.0 から悪化が続いた。物価高を背景に引き続き消費者マインドの悪化は続いている。

今週(8月26日(月)~8月30日(金))のポイント

図表 2 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。8 月も今週で終了。日本では 8 月の消費者マインド(消費者態度指数)が公表されるとともに、鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率、有効求人倍率の 7 月値、さらに消費者物価指数の東京都区部の 8 月中旬値が公表される。特に生産や雇用は改善となるかどうか要注目だ。米国については、PCE デフレーター(7 月)および 7 月の個人消費の結果が最大の注目点だろう。パウエル議長は 9 月会合での利下げの意思を明確にしたが、利下げの動きが続くのか、また 9 月会合の利下げがどの程度となるかを把握する上でも物価の動きは注目だ。ユーロ圏は失業率と消費者物価指数、中国は週末にかけ PMI が公表される。景気の持ち直しの兆しがみえるのか否かを中心に確認したいところだ。

図表 2 : 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
8/26 (月)		・耐久財受注(7月)	
8/27 (火)		・コンファレンスボード消費者信頼感指数(8月)	
8/28 (水)			・ユーロ圏マネーサプライM3(8月)
8/29 (木)	・消費者態度指数(8月)	・実質GDP、GDPデフレーター(2024年4-6月期改訂値) ・新規失業保険申請件数(7月) ・中古住宅成約件数(7月)	・ユーロ圏消費者信頼感(8月確報) ・ユーロ圏失業率(7月)
8/30 (金)	・完全失業率、有効求人倍率(7月) ・鉱工業生産(7月) ・商業動態統計(7月) ・消費者物価指数(東京都区部、8月中旬値)	・PCEデフレーター(7月) ・シカゴPMI(8月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(8月確報)	・ユーロ圏消費者物価指数(7月) ・中国製造業PMI(8月、31日公表)

片岡 剛士

チーフエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

薗田 直孝

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700